

Offen-Markt-Politik in schweizerischer Anschauung und Praxis

**(Probleme einer Offen-Markt-Politik
der Schweizerischen Nationalbank)**

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Doktorwürde der Staatswissenschaften

der Philosophisch-Historischen Fakultät

der Universität Basel

vorgelegt von

Jost-Dietrich Krick

deutscher Staatsangehöriger

1954

Buchdruckerei Karl Schahl, Lörrach-Stetten

Offen-Markt-Politik in schweizerischer Anschauung und Praxis

**(Probleme einer Offen-Markt-Politik
der Schweizerischen Nationalbank)**

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Doktorwürde der Staatswissenschaften

der Philosophisch-Historischen Fakultät

der Universität Basel

vorgelegt von

Jost-Dietrich Krick

deutscher Staatsangehöriger

1954

Buchdruckerei Karl Schahl, Lörrach-Stetten

Genehmigt von der Philosophisch-Historischen Fakultät
auf Antrag der Herren

Prof. Dr. V. F. Wagner und Prof. Dr. E. Salin.

Basel, den 17. Dezember 1953.

Prof. Dr. Edgar Salin

Dekan.



Inhalts-Verzeichnis

	Seite
Vorwort	7
Abkürzungen	9
Quellenverzeichnis	9
Literatur über die Schweizerische Nationalbank	15
Einleitung: Zum Begriff und Wesen der Offen-Markt-Politik . . .	17
A. Zum Begriff der Offen-Markt-Politik	17
a) Der Begriff der Offen-Markt-Politik im Ausland	17
b) Der Begriff der Offen-Markt-Politik in der Schweiz	21
B. Zum Wesen der Offen-Markt-Politik	26
a) Das Initiativekriterium	27
b) Das Ermessenskriterium	28
c) Das Formkriterium	30
d) Das Qualitätskriterium	33
C. Definition der Offen-Markt-Politik	35
Offen-Markt-Politik in schweizerischer Anschauung und Praxis . .	37
D. Die Periode von 1907—1931	37
a) Relevante Bestimmungen der Bundesgesetze über die Schweizerische Nationalbank von 1905 und 1921 und die Grundsätze der schweizerischen Notenbankpolitik in ihrem Verhältnis zu einer Offen-Markt-Politik	37
1. Das Diskontgeschäft der Schweizerischen Nationalbank und die Grundsätze ihrer Diskontpolitik	37
2. Das Wertschriftengeschäft der Schweizerischen Nationalbank und die Grundsätze seiner Führung	40
3. Das Depotgeschäft der Schweizerischen Nationalbank	41
4. Die gesetzlichen Bestimmungen über die Äufnung von Reserven durch die Schweizerische Nationalbank	42
b) Die Offen-Markt-Politik als Gegenstand verschiedener Anregungen und Forderungen	44
1. Offen-Markt-Operationen zur Kursstützung auf dem Markt der Bundesanleihen	44
2. Offen-Markt-Politik in Form des Kaufes und Verkaufes öffentlicher Schuldverschreibungen mit konjunkturpolitischen Zielsetzungen	44
c) Offenmarktpolitische Praxis der Schweizerischen Nationalbank: Die Diskontierung von Reskriptionen des Bundes in der Kriegs- und Nachkriegszeit	46
d) Die Haltung der Schweizerischen Nationalbank gegenüber einer ständigen, schwebenden Staatsschuld	50

E. Die Periode von 1931—1941	53
I. Die Periode von 1931—1936	53
a) Die allgemeine Lage der schweizerischen Volkswirtschaft und des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes von 1929 bis 1933	53
b) Erste Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu Offen-Markt-Käufen von Obligationen des Bundes: Offen-Markt-Politik zur Überwindung der Wirtschaftskrise	55
c) Die allgemeine Lage der Schweizerischen Volkswirtschaft und des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes von 1933 bis 1936	57
d) Erneute Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu Offen-Markt-Käufen von Obligationen des Bundes: Offen-Markt-Politik zur Verflüssigung des Kapitalmarktes in der Kreditkrise	58
e) Der Wunsch nach einer Kurspflege auf dem Markt der Bundesanleihen	61
f) Offenmarktpolitische Praxis des Bundes und der Schweizerischen Nationalbank auf dem Hypothekarmarkt	64
g) Der Vorschlag zur Errichtung einer schwebenden Bundesschuld und die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank	65
h) Die Bestrebungen der Schweizerischen Nationalbank, durch eine Revision des Notenbankgesetzes offenmarktpolitische Befugnisse zu erhalten	67
II. Die Periode von 1936—1941	72
i) Die allgemeine Lage der schweizerischen Volkswirtschaft und des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes von 1936 bis 1938	72
k) Die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu restriktiven Offen-Markt-Operationen: Offen-Markt-Politik zur Abschöpfung und Bindung von überflüssigen Mitteln des Marktes	73
l) Die allgemeine Lage des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes 1939 bis 1941	77
m) Wunsch und Forderung nach einer Kurspflege auf dem Markt der Bundesanleihen und die zur Stützung der Kurse ergriffenen Maßnahmen	78
n) Die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu einer Kurspflege auf dem Markt der Bundesanleihen mittels Offen-Markt-Politik	80
F. Die Periode nach 1941	81
I. Die Periode von 1941—1945	81
a) Die allgemeine Lage des schweizerischen Kreditmarktes von 1941 bis 1945: Die Entstehung einer schwebenden Staatsschuld	81
b) Die Gründe für die Ablehnung kreditpolitischer Maßnahmen zur Bekämpfung von Preiserhöhungen zu Beginn des Zweiten Weltkrieges	83
c) Offenmarktpolitische Praxis der Schweizerischen Nationalbank und des Bundes während des Zweiten Weltkrieges: Goldabgaben an den offenen Markt und Goldsterilisierung durch Emission von Anleihen	85
d) Die Rolle der Schweizerischen Nationalbank und der Offen-Markt-Politik bei einer zukünftigen Beschäftigungspolitik	88
e) Das Postulat Lardelli: Erteilung offenmarktpolitischer Befugnisse und Pflichten an die Schweizerische Nationalbank durch eine Revision des Notenbankgesetzes (Begründung und Kritik)	92

f) Die Forderung nach einer Stützung der Kurse der Bundestitel im Falle einer Kursenkung nach Kriegsende	95
g) Die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu dieser Forderung und die vorsorglich ergriffenen Maßnahmen zur Durchführung von Offen-Markt-Käufen von Bundestiteln: Offen-Markt-Politik zur Kurspflege der eidgenössischen Titel	98
II. Die Periode von 1945—1949	99
h) Die allgemeine Lage der schweizerischen Volkswirtschaft und des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes von 1945 bis 1949	99
i) Die Empfehlung zur Durchführung restriktiver Offen-Markt-Operationen: Offen-Markt-Politik zur Verhinderung einer Übersteigerung des Wirtschaftsaufschwunges	102
k) Die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu dieser Empfehlung der Durchführung restriktiver Offen-Markt-Operationen	105
m) Offenmarktpolitische Praxis der Schweizerischen Nationalbank und des Bundes: Fortführung und Einstellung der Goldabgaben an den offenen Markt und Emission von Sterilisierungsreskriptionen	107
n) Die Empfehlungen zur Weiterführung und zum Ausbau der bisherigen Geldsterilisierungspraxis des Bundes und der Schweizerischen Nationalbank und die Entwicklung neuer Methoden der Geldsterilisierung: Die Bildung steuerbegünstigter Arbeitsbeschaffungsreserven der Privatwirtschaft	110
o) Die Frage der Offen-Markt-Politik in den neuerdings aufgenommenen Beratungen über eine Revision des schweizerischen Notenbankgesetzes	112
1. Das Diskontgeschäft der Schweizerischen Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz	114
2. Das Wertschriften- und Depotgeschäft der Schweizerischen Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz	114
3. Das Offen-Markt-Geschäft der Schweizerischen Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz	114
4. Die Äufnung von Reserven durch die Schweizerische Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz	115
5. Der Anteil der Kantone am Gewinn der Schweizerischen Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz	118
p) Verschiedene Stellungnahmen zur Offen-Markt-Politik im Zusammenhang mit der in Aussicht genommenen Revision des Bundesgesetzes über die Schweizerische Nationalbank	118
Zusammenfassung der Ergebnisse	121



Digitized by the Internet Archive
in 2026

Vorwort

Die vorliegende Arbeit bietet, auf Grund der zugänglichen, zerstreuten Quellen, eine Darstellung der Offen-Markt-Politik in schweizerischer Anschauung und Praxis und füllt damit eine Lücke in der Literatur aus, welche sich mit Fragen der schweizerischen Kreditpolitik befaßt. Während bereits eine Anzahl von Spezialuntersuchungen über die Offen-Markt-Politik im allgemeinen und die Offen-Markt-Politik in verschiedenen Ländern vorliegt, hat eine solche über die Offen-Markt-Politik in der Schweiz bisher gefehlt.

Die Untersuchung ist von der Thema- und Aufgabenstellung ausgegangen, die Probleme einer Offen-Markt-Politik in der Schweiz herauszuarbeiten. Es war von vorneherein klar, daß sich im Zusammenhang mit der Offen-Markt-Politik eine große Zahl von Fragen stellt, mit welchen sich die allgemeine Währungs-, Kredit-, Zins-, Konjunktur- und Beschäftigungstheorie befaßt. Es hat sich aber nicht darum handeln können, die Gesamtheit oder auch nur einzelne dieser Probleme in ihrer ganzen Breite aufzurollen. Dies erschien nicht nur im Hinblick auf die bereits vorhandene Literatur wenig sinnvoll, sondern im Rahmen dieser Arbeit schlechthin unmöglich.

Das Ergebnis der Untersuchung ist ein dreifaches. Ein Nebenergebnis besteht in einer Abklärung von Inhalt des Begriffes und Wesen der Offen-Markt-Politik. Eine diesbezügliche Untersuchung, deren Darstellung angesichts der Tatsache, daß über Begriff und Wesen der Offen-Markt-Politik häufig sehr unklare Vorstellungen bestehen, nicht abwegig erscheint, ist zur Bestimmung des Gegenstandes dieser Arbeit unerläßlich gewesen. Das Hauptergebnis ist ein doppeltes. Es besteht einmal in einer Darstellung der Entwicklungsgeschichte der Offen-Markt-Politik in der Schweiz. Die Wandlung von Nichtbeachtung zur Beachtung — Forderung nach Anwendung, Ablehnung der Anwendung und Anwendung selbst — dieses Instrumentes der Kreditpolitik wird aufgezeigt und auf deren Gründe hingewiesen. Es besteht ferner in einer Darstellung der bedeutsamen Sachverhalte, die in ihrer Gesamtheit Möglichkeiten und Grenzen einer Offen-Markt-Politik in der Schweiz jeweils bestimmt haben. Daraus werden — mit der nötigen Vorsicht — Schlußfolgerungen für die Zukunft gezogen.

Die vorgenommene zeitliche Gliederung des Stoffes, welche eine sachliche Gliederung — nach Gegenstand des Offen-Markt-Geschäftes und nach Zielsetzungen der Offen-Markt-Politik — in sich trägt, ist der Notwendigkeit entgegengekommen, die vertretenen Auffassungen, die vorgebrachten Argumente und nicht zuletzt auch das Handeln in den

wechselnden Rahmen derjenigen Gegebenheiten zu stellen, durch welche sie bedingt gewesen sind. Mit ihr werden auch gewisse Etappen der andeuteten Entwicklung zum Ausdruck gebracht.

Anlaß zur Behandlung des Themas haben die nach 1945 erneut aufgenommenen Beratungen über eine Revision des Bundesgesetzes über die Schweizerische Nationalbank gegeben, bei welchen Fragen einer Offen-Markt-Politik durchaus im Vordergrund stehen. Die Anregung dazu ist von meinem Lehrer, Herrn Prof. V. F. Wagner, ausgegangen, welcher mir hinsichtlich der Art der Behandlung des Themas in großzügiger Weise freie Hand gelassen hat.

Der Verfasser.

Abkürzungen

BB	= Bundesbeschluß.
BBl	= Bundesblatt der Schweizerischen Eidgenossenschaft.
BN	= Basler Nachrichten.
BRB	= Bundesratsbeschluß.
Bv	= Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft.
ETH	= Eidgenössische Technische Hochschule.
FRS	= Federal Reserve System.
GV	= Generalversammlung.
NZ	= Nationalzeitung.
NZZ	= Neue Zürcher Zeitung.
OMP	= Offen-Markt-Politik.
SBB	= Schweizerische Bundesbahnen.
SNB	= Schweizerische Nationalbank.
VVO	= Vollziehungsverordnung.

Quellenverzeichnis

- Abbott Charles*: Management of the Federal Debt, New York/London 1946.
- Ackermann Ernst*: Freigeld und Wirklichkeit, Basel 1933.
- Ackermann Ernst*: Die Funktion der Schweizerischen Nationalbank, Vereinigung für gesunde Währung, Schrift Nr. 54, April 1938.
- Ackermann Ernst*: Artikel: Reskriptionen, in: Handbuch des schweizerischen Bank-, Geld- und Börsenwesens, Thun 1947.
- Amatajakul Khwanchai*: Die Offenmarktpolitik der Bank von England und der Deutschen Reichsbank, Dissertation Bern 1942.
- Archiv für schweizerische Politik und Volkswirtschaft*, Basel Nr. 21 1934 und Nr. 1 1941.
- Bachmann Gottlieb*: Die Schweizerische Nationalbank, NZZ Nr. 2088 vom 3. Dezember 1936.
- Bachmann Gottlieb*: Artikel: Kreditpolitik, in: Handwörterbuch der schweizerischen Volkswirtschaft, Bern 1939.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*, Bericht für das Jahr 1937.
- Banque Nationale de Belgique*, Bulletin d'information et de documentation, Dezember 1935.
- Bankhaus Julius Bär & Co. Zürich*, Offenmarktpolitik in der Nachkriegszeit, Wochenbericht Nr. 41, 1944.

- Basler Handelsbank*: Die Banken im Dienste der Arbeitsbeschaffung, Bulletin Nr. 410, 1944.
- Basler Handelsbank*: Schweizerische Zinspolitik, Bulletin Nr. 412, 1945.
- Beckhardt Benjamin Haggot*: Das Federal Reserve System, in: Handwörterbuch des Bankwesens, Berlin 1933.
- Bericht der begutachtenden Kommission für Wirtschaftsgesetzgebung* vom 4. Juni 1937, BBl. 1937 II, Nr. 37.
- Bericht der Expertenkommission über Maßnahmen zur Bekämpfung der Teuerung* vom 19. Oktober 1951, Maschinenschrift hg. von der Bundeskanzlei, Bern Oktober 1951.
- Bopp Karl*: Die Politik der Deutschen Reichsbank seit der Stabilisierung, Weltwirtschaftliches Archiv, 42. Bd., 1935.
- Böhler E., Keller P.*: Krisenbekämpfung, Grundlagen eines positiven Programmes für die Schweiz, Zürich 1935.
- Böhler Eugen*: Die Finanzierung der Arbeitsbeschaffung, Zürich 1944.
- Botschaften des Bundesrates*, Bundesblatt der Schweizerischen Eidgenossenschaft.
- Braden Arnold*: Die offene Marktpolitik, Dissertation Freiburg i. Br. 1934.
- Bundesgesetze, Bundesbeschlüsse und Bundesratsbeschlüsse*, Eidgenössische Gesetzessammlung, amtliche Sammlung der Bundesgesetze und Verordnungen, Bern.
- Burgess Warren Randolph*: Die Reservebanken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten, Berlin 1928.
- v. Castelberg Guido*: Die Politik des billigen Geldes in der Schweiz, Dissertation Zürich 1951.
- Christen Th.*: Die absolute Währung des Geldes, Bern 1915.
- Deutsche Reichsbank*: Verwaltungsbericht für das Jahr 1933.
- Durbin E. F. M.*: The Problem of Credit Policy, London 1935.
- Eingabe der Vereinigung für gesunde Währung an das eidgenössische Volkswirtschaftsdepartement* betreffend eine Kurspflege der eidgenössischen Anleihen, Währungspolitische Korrespondenz, 3. Jahrgang, Nr. 27 vom 19. Juni 1945.
- Federal Reserve System*: Bericht für das Jahr 1923.
- Federal Reserve System*: Monatsbericht Januar 1933.
- Freigeldlehre eine Irrlehre*, Bern 1932.
- Genossenschaftliche Zentralbank Basel*: Geschäftsberichte für die Jahre 1935 und 1944.
- Gesellschaft für Wirtschaftsforschung an der ETH*: Die Rolle der Banken bei der Finanzierung des Geldbedarfes des Bundes 1938—1945. (Ein Beitrag zur Frage der Geldschöpfung der Banken), Sonderbericht Nr. 89, November 1946.
- Golay Jean*: La Banque Nationale Suisse 1924—1931, Dissertation Lausanne 1934.

- Goldenweiser E. A.*: American Monetary Policy, London/New York 1935.
- Gschwind Hugo*: Zinssenkung ein dringendes Gebot der Stunde, 1935, Maschenschrift, Schweizerisches Wirtschaftsarchiv Basel.
- Gygax Paul*: Schweizerische Kreditprobleme 1930—1948, in: Probleme der Währung und der öffentlichen Finanzen, Festgabe Grossmann, Zürich 1949.
- Harris S. E.*: Twenty Years of Federal Reserve Policy, Havard 1933.
- Hawtrey Ralph George*: The Art of Central Banking, London/New York 1932.
- Heidinger Joseph*: Offenmarktpolitik und Kreditmarkt, Dissertation München 1939.
- Iklé Max*: Außenwirtschaftliche Aspekte der konjunkturellen Überbeschäftigung, in: Überbeschäftigung und Frankenparität, St. Gallen 1947.
- Iklé Max*: Probleme der Bundesfinanzpolitik, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik 1951.
- International Financial Statistics*, H. 8, Vol. 7, 1952, hg. vom Internationalen Währungsfonds.
- Jaberg Paul*: Die Währungsfrage und die lateinische Münzunion, Vortrag gehalten an der 7. Generalversammlung der schweizerischen Bankiervereinigung, Basel 1920.
- Jöhr Adolf*: Die Wirksamkeit der Schweizerischen Nationalbank, in: Zeitschrift für das Bank- und Börsenwesen, 10. Jahrgang, Nr. 21—23, 1911.
- Kellenberger Eduard*: Die offizielle Währungspolitik der Schweiz, Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1937.
- Kellenberger Eduard*: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, Bern 1939.
- Kellenberger Eduard*: Gewiß keine Aufwertung des Schweizerfranken — aber was sonst? Der Bund Nr. 584 und 588 vom 15. und 17. Dezember 1946.
- Keller Theo*: Probleme der schweizerischen Bankpolitik, in: Schweizerische Wirtschaftsfragen, Festschrift Mangold, Basel 1941.
- Keller Paul*: Von den Aufgaben der Notenbank in der Gegenwart, Vortrag gehalten an der Handelshochschule St. Gallen, 1950.
- Keynes John Maynard*: Vom Gelde, München/Leipzig 1932.
- Kommission für Konjunkturbeobachtung*: Die Wirtschaftslage in der Schweiz, Mitteilungen Nr. 14, 1935; Nr. 46, 1940, Beilage zu: Die Volkswirtschaft, Bern.
- Kommission für Konjunkturbeobachtung und Preisbildungskommission*: Bericht über die Maßnahmen zur Inflationsverhütung in der Schweiz, dem eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartement erstattet am 10. April 1940, in: Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1940.

- Kommission für Konjunkturbeobachtung*: Grundsätze und Richtlinien für eine schweizerische Konjunkturpolitik in der Nachkriegszeit, Mitteilung Nr. 73, Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank H. 12, 1946.
- Kommission für Konjunkturbeobachtung*: Thesen zur aktuellen Konjunkturpolitik, Mitteilung Nr. 95, Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, H. 7, 1951.
- Kriz Miroslav*: Les opérations des Banques d'Emission sur le marché libre, Dissertation Paris 1938.
- Kundert Heinrich*: Was bringt uns die Schweizerische Nationalbank, Wirtschaftliche Publikationen der Zürcher Handelskammer, H. 5, 1907.
- Küng Emil*: Grundfragen der Konjunkturpolitik, Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1941.
- Küng Emil*: Allgemeine Preis- und Kostensenkung? St. Gallen 1946.
- Küng Emil*: Zur Revision des schweizerischen Nationalbankgesetzes, NZ Nr. 504 vom 30. Dezember 1952.
- Küng Heinrich*: Aktuelle Probleme im Bankgewerbe, Basel 1939 und 1940.
- Küng Heinrich*: Zur Frage der Offenmarktpolitik, NZZ Nr. 1399 und Nr. 1402 vom 17. September 1945.
- Lardelli A.*: Zur Revision des Nationalbankgesetzes, Landschäftler, Liestal, Nr. 52 und 54 vom 2. und 5. März 1945.
- LaRoche Charles*: Aktuelle Probleme der Überbeschäftigung, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1946.
- LaRoche Charles*: Die Schweizerische Konjunkturpolitik in der Nachkriegszeit, Bern 1947.
- LaRoche Charles*: Konjunkturpolitik bei Überbeschäftigung in: Überbeschäftigung und Frankenparität, St. Gallen 1947.
- Leemann Jakob*: Zur Einführung des Hypothekarpfandbriefes in der Schweiz, Dissertation Zürich 1931.
- Marchand René*: Möglichkeiten und Grenzen der Diskontpolitik in der Schweiz, Dissertation Bern 1946.
- Memorandum der Preisbildungskommission*: Über die Beeinflussung der Preise speziell von der Geldseite her, in: Die Volkswirtschaft, H. 2, 1940.
- Müller Kurt*: Theoretische Grundlagen für die Orientierung der Zinspolitik des Bundes, 1949, Maschinenschrift, Schweizerisches Wirtschaftsarchiv Basel.
- Plenge Johann*: Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, Berlin 1913.
- Postulate, Interpellationen und Motionen*: Geschäftsberichte des Bundesrates.
- Postulat Lardelli*: Ständerat vom 27. März 1945, Notenprivileg der Schweizerischen Nationalbank, Geschäftsbericht des Bundesrates für das Jahr 1945, S. 49.

- Postulat Lardelli:* Begründung, Stenographisches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat, Sitzungen vom 27. September und 2. Oktober 1945, Sekretariat der Bundesversammlung, Bern.
- Protokoll der eidgenössischen Währungskonferenz:* Bern Februar 1923, Maschinenschrift, Schweizerisches Wirtschaftsarchiv Basel.
- Protokoll der 20. Generalversammlung der Schweizerischen Bankiervereinigung:* Brunnen September 1933.
- Protokoll der Konferenz der Kantonalen Finanzdirektoren:* Sitten April 1937.
- Ramstein Adolf:* Das Verhältnis der Notenbanken zur Kriegsfinanzierung, Bern 1923.
- Report of the Committee on Currency and Foreign Exchanges after War:* Cunliffe Report, London 1919.
- Report of the Committee on Finance and Industry:* MacMillan Report, London 1931.
- Riedmatten Adrien:* La participation des Cantons aux bénéfices de la Banque Nationale Suisse au point de vue juridique et économique, Dissertation Lausanne 1939.
- Salin Edgar:* Nationalbank und Offenmarktpolitik, BN Nr. 516 vom 4. Dezember 1945.
- Sarow Friedrich:* Offen-Markt-Politik zur Konjunkturregelung, München 1937.
- Sayers R. S.:* Modern Banking, London 1938.
- Schmitt Alfons:* Kreditpolitik und Konjunkturpolitik, Jena 1932.
- Schneebeli:* Die Schweizerische Nationalbank 1907—1932, Denkschrift, Zürich 1932.
- Schwarz F.:* Vorwärts zur festen Kaufkraft des Geldes und der zinsbefreiten Wirtschaft, Bern 1931.
- Schwegler Walter:* Die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank 1907—1925, Dissertation Lausanne 1927.
- Schweizerische Nationalbank:* Jahresberichte (Geschäftsberichte).
- Schweizerische Nationalbank:* Referate gehalten an den Generalversammlungen der Aktionäre der SNB (Referate zu den Geschäftsberichten der SNB), Beilage zu den Monatsberichten der SNB.
- Schweizerischer Bankverein:* Bulletins März 1918, August 1923.
- Schweizerischer Bankverein:* Das Arbeitsbeschaffungsprogramm, Bericht Nr. 2, 1943.
- Schweizerischer Bankverein:* Geschäftsbericht für das Jahr 1952.
- Schweizerische Kreditanstalt:* Bulletin Nr. 1/2 1935.
- Schweizerische Bankgesellschaft:* Bulletins Juli 1923, Juli 1950 und Oktober 1951.
- Schweizerische Finanzjahrbücher,* Bern.
- Schweizerische Bankwesen Das:* H. 21 1938 und H. 22 1939, hg. von der volkswirtschaftlichen und statistischen Abteilung der Schweizerischen Nationalbank.

- Sulzer Werner*: Die Rolle des Wechsels im Kreditwesen und Zahlungsverkehr der Schweiz, Dissertation Zürich 1934.
- Vereinbarung zwischen der Schweizerischen Nationalbank und dem eidgenössischen Finanzdepartement* betreffend bankgeschäftliche und finanzwirtschaftliche Beziehungen zwischen Bank und Bundesverwaltung, unter Ausschluß der Post- Telephon- und Telegraphenverwaltung und der Bundesbahnen vom 17. Februar 1926 (seither mehrfach abgeändert und ergänzt).
- Vereinbarung zwischen der Schweizerischen Nationalbank und dem eidgenössischen Finanzdepartement* betreffend eine Kurspflege der eidgenössischen Anleihen vom März 1945.
- Vollmachtenkommission des Nationalrates*: Thesen über Lohn, Preis und Währung, NZZ Nr. 197 vom 2. Februar 1945.
- Weber Max*: Gegenwartsfragen der schweizerischen Wirtschaft, Bern 1938.
- Weber Ernst*: Das Kreditgeschäft der Schweizerischen Nationalbank, in: Geld und Kreditsystem der Schweiz (Festgabe Bachmann), Zürich 1944.
- Weber Ernst*: Probleme der Offenmarktpolitik in der Schweiz, NZZ Nr. 777 vom 13. Mai 1945 und Der Bund Nr. 220 vom 14. Mai 1945.
- Welti Richard*: Die kurzfristigen Vorschüsse der Schweizerischen Nationalbank an den Bund während des (ersten) Weltkrieges und in der Nachkriegszeit, Dissertation Zürich 1931.
- Westermann Franz Heinrich*: Die Geldschöpfung der Deutschen Reichsbank von 1932 bis zum Neuen Finanzplan 1939, Dissertation Hamburg 1940.
- Wirtschaft und Statistik*: Die Deutsche Wirtschaft im ersten Halbjahr 1937, Nr. 10, 1937.
- Wüthrich Ernest*: La politique du marché ouvert, Dissertation Neuchâtel 1950.
- Schulthess E.*: Die Abwertung und ihre wirtschaftlichen Folgen, Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1936.
- Schumpeter Joseph*: Kreditkontrolle, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, 54. Bd., Tübingen 1925.
- Sieber Hugo*: Der Stand der Dollarfrage, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1949.
- Société des Nations*: Monnaies et banques 1936—1937, vol. I.
- Somary Felix*: Bankpolitik, Tübingen 1915 und 1930.
- Statistisches Jahrbuch der Schweiz*.
- Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes*, Zürich 1944.
- Stenographisches Bulletin der Bundesversammlung*.
- Sulzer Hans*: Die Korrelation zwischen der Kredit- und Währungspolitik der Zentralnotenbanken, Dissertation Lausanne 1936.

Literatur über die Schweizerische Nationalbank

- Autenrieth Fritz*: Die staatsrechtliche Stellung der Schweizerischen Nationalbank, Dissertation Zürich 1932.
- Bucher Bruno*: Die Wirksamkeit der offiziellen Sätze der Schweizerischen Nationalbank, Maschinenschrift, Dissertation Zürich 1943.
- Burckhardt C. F. W.*: Die Schweizerische Nationalbank in den ersten fünf Jahren ihrer Tätigkeit, Bern 1912.
- Edelmann Elik*: Die an die Gründung der Schweizerischen Nationalbank geknüpften Erwartungen und ihre Erfüllung, Dissertation Bern 1929.
- Engeli Hans Adolf*: Die Schweizerische Nationalbank, die rechtliche Natur ihrer Organisation und ihre Funktionen, Dissertation Zürich 1944.
- Großman Eugen*: Betrachtungen zum 25jährigen Jubiläum der Schweizerischen Nationalbank, BN Nr. 172 vom 25./26. Juli 1932.
- Jöhr Adolf*: Die schweizerischen Notenbanken 1826—1913, Bern 1915.
- König Max*: Die Deckung des Notenumlaufes in der Theorie und in der Praxis der Schweizerischen Nationalbank, Dissertation Bern 1935.
- Wilfing Joseph*: Die Schweizerische Nationalbank im Dienste der Finanzverwaltung des Bundes, Dissertation Zürich 1932.

Einleitung:

Zum Begriff und Wesen der Offen-Markt-Politik

A. Zum Begriff der Offen-Markt-Politik

Der Zweck der folgenden Feststellungen besteht nicht in einer begrifflichen Auseinandersetzung. Es gilt vielmehr, den Gegenstand der vorliegenden Arbeit abzugrenzen und zu bestimmen.

a) Der Begriff der Offen-Markt-Politik im Ausland

1. Die Wortprägung Offen-Markt-Politik findet sich zum ersten Male im Jahresbericht des amerikanischen Federal Reserve Bankensystems für das Jahr 1923. Er sollte dort eine *neue Konzeption* der FR-Banken bei der Vornahme bestimmter Bankgeschäfte — Kauf und Verkauf von Regierungssicherheiten¹ — kennzeichnen. Zur Durchführung derselben waren die FR-Banken zwar bereits im Zeitpunkt ihrer Errichtung durch die FR-Akte von 1913 befugt worden. Sie hatten von dieser Befugnis vorerst aber nur zum Zwecke einer Erhöhung ihrer Erträge Gebrauch gemacht. Vom Jahre 1913 an wurden jedoch sämtliche Käufe und Verkäufe von Regierungssicherheiten in den Dienst der Kreditpolitik des FR-Systems gestellt, welche auf eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung hinzielte². Erwerbswirtschaftliche Gesichtspunkte sollten dabei völlig in den Hintergrund treten³.

Die Bezeichnung „offener Markt“ stammt ebenfalls aus den Vereinigten Staaten. Als „Geschäfte auf dem offenen Markt“ bezeichnete

¹ Diese Papiere besaßen, wenigstens bis zum Jahre 1932, vorwiegend Wechselform, sodaß eher von einer Diskontierung bzw. Rückdiskontierung zu sprechen wäre.

² Stabilisation, Hearings before the Committee on Banking and Currency, zit. Burgess W.R., Die Reservebanken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten, 1928, S. 95.

³ Bericht des Federal Reserve Systems für das Jahr 1923, S. 16.

Burgess⁴ alle jene Geschäftsvorgänge, durch welche die Mittel der Reservebanken neben der Kreditgewährung an ihre Mitgliedsbanken in Anspruch genommen werden. Als „geschlossener Markt“ galt demnach der Kreditmarkt zwischen den FR-Banken und den ihnen angeschlossenen Mitgliedsbanken, als deren eigentliche Reservebanken erstere vorgesehen waren. Das Diskontgeschäft der FR-Banken sollte in der Diskontierung kurzfristiger Handelswechsel bestehen, welche die Mitgliedsbanken auf dem offenen Markt diskontiert hatten und dann ihrerseits bei den FR-Banken zum Rediskont einreichten. Außerdem durften die FR-Banken aber auch durch Nichtmitgliedsbanken direkt eingereichte kurzfristige Handelswechsel (in den Ausweisen des FR-Systems ursprünglich als Offen-Markt-Wechsel bezeichnet) diskontieren. Sie sollten dadurch in die Lage versetzt werden, die Mitgliedsbanken an einer willkürlichen Festsetzung des Marktsatzes für kommerzielle Wechselkredite zu hindern. Man hat deshalb dabei ebenfalls von einer Offen-Markt-Politik gesprochen⁵, was auch insofern verständlich ist, als die Ermächtigung zur Diskontierung solcher Wechsel dem FR-System zusammen mit derjenigen zum Kauf und Verkauf von Regierungssicherheiten in Sektion 14 der FR-Akte von 1913 unter dem Titel „open market powers“ erteilt worden ist. Sie stellt jedoch wenn nicht begrifflich, so doch ihrem Wesen nach die klassische Form der Diskontpolitik dar.

„Geschäfte auf dem offenen Markt“ in der Bedeutung, welche ihnen Burgess gegeben hat, und „Offen-Markt-Operationen“ in der Terminologie des FR-Systems nach 1923 sind aus dem Grunde nicht mehr identisch, weil die FR-Banken Regierungssicherheiten nicht nur mit dem Publikum und Nichtmitgliedsbanken, sondern auch direkt mit den Mitgliedsbanken, nicht dagegen direkt mit dem Schatzamt gehandelt haben⁶. Diese Form der Offen-Markt-Politik war bis zum Jahre 1935 das wichtigste und neben der Diskontpolitik das einzige Mittel der Kreditpolitik des FR-Systems. Bis zu diesem Jahre, in welchem jenes die Möglichkeit zur Manipulierung der Reserven der Mitgliedsbanken durch direkten Eingriff erhalten hat⁶, trifft es im Bezug auf die Vereinigten Staaten zu, daß „die Offen-Markt-Politik alle jene Maßnahmen der Notenbankpolitik darstellt, welche der Ergänzung der Diskontpolitik dienen“⁷.

Hinsichtlich der Offen-Markt-Politik des FR-Systems brachte das Jahr 1932 zwei wichtige Änderungen. Nach der FR-Act Amendment von 1917 mußten die von den FR-Banken ausgegebenen Noten bei einer Mindestgolddeckung von 40 % ausschließlich durch kurzfristige Handelswechsel mit einer Laufzeit von höchstens drei Monaten gedeckt sein. Eine Einbeziehung von Regierungssicherheiten in die Notendeckung

⁴ Burgess W. R., a. a. O. S. 195; ebenso: Sulzer H., Die Korrelation zwischen der Kredit- und Währungspolitik der Zentralnotenbanken, Diss. Lausanne 1936, S. 49.

⁵ Goldenweiser E. A., American Monetary Policy, 1951, S. 88.

⁶ Pflichtreservenpolitik im Unterschied zur Offen-Markt-Politik.

⁷ Beckhardt B. H., Das Federal Reservesystem, Hwb. des Bankwesens, 1933.

war also nicht gestattet⁸. Das Gesetz erlaubte aber den FR-Banken, bis zu 65 % der bei ihnen unterhaltenen Depositen — nach den gesetzlichen Vorschriften kamen neben denen der Mitgliedsbanken⁹ nur diejenigen der Regierung in Frage — durch Regierungssicherheiten mit einer Verfallzeit von höchstens 6 Monaten zu decken. Diese Bestimmungen wurden durch die Glass Steagall Akte von 1932 suspendiert, welche den FR-Banken nicht nur die Einbeziehung von öffentlichen Schuldverschreibungen in die Notendeckung ermöglichte, sondern auch alle Beschränkungen hinsichtlich der Laufzeit dieser Papiere aufhob. Auf diese Weise konnten die FR-Banken eine Politik des billigen Geldes betreiben, von welcher eine wirtschaftliche Erholung erwartet wurde¹⁰. Von 1935—1939 diente die Offen-Markt-Politik des FR-Systems einer Kurspflege auf dem Markt der Bundestitel und nach 1942 einer verschleierten Finanzierung der staatlichen Budgetdefizite.

In verschiedenen andern Ländern sind in den 30er Jahren ähnliche, zum Teil allerdings etwas weniger weitgehende Revisionen der Notenbankgesetze erfolgt, sodaß Wüthrich im Hinblick auf diese Entwicklung feststellen zu können glaubt: „Sous le régime des monnaies rattaché plus ou moins étroitement à l'or la politique du marché ouvert représente un simple élargissement des possibilités d'émission de billets“¹¹. Gleichzeitig hat auch der Begriff der Offen-Markt-Politik in die praktische und theoretische Terminologie vieler Länder Eingang gefunden, wobei sein Inhalt eine beträchtliche Erweiterung erfahren hat.

2. Er ist rückwirkend zur Kennzeichnung einer von der Bank von England (übrigens auch von der Deutschen Reichsbank) bereits vor 1914 gelegentlich angewandten Methode verwendet worden, welche im Verkauf von Schatzwechseln, in deren Besitz diese Banken durch die direkte Kreditgewährung an die Regierung gelangt waren, bestand.

Es ist notwendig, dazu einige Bemerkungen zu machen, was an dieser Stelle geschehen soll.

Nach 1870 hatte der Geldmarkt in England durch das Entstehen großer Kreditbanken und die zunehmende Bedeutung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs eine weitgehende Unabhängigkeit vom Notenbankkredit und damit von der Diskontpolitik der Bank von England gewonnen. Bis zum Jahre 1914 hat diese nachweisbar verschiedene Male bei größeren Goldabflüssen zur Verteidigung ihrer Goldreserven durch derartige Offen-Markt-Operationen interveniert¹². Sie sollen in einzelnen

⁸ Die Praxis des FRS von 1923—1933 zeigt deutlich, daß zwischen Offen-Markt-Politik und der Einbeziehung der Offen-Markt-Werte in die Notendeckung, d. h. einer bankmäßigen Geldschöpfung kein notwendiger Zusammenhang besteht. Das in den Vereinigten Staaten 1863 und in der Schweiz 1881 eingeführte Notenemissionssystem, bei welchem die Banknoten durch einen Block öffentlicher Schuldverschreibungen gedeckt sind, hat als solches mit einer Offen-Markt-Politik ebenfalls nichts zu tun.

⁹ Pflichtreserven und Überschußreserven.

¹⁰ Federal Reserve Bulletin, Januar 1933, S. 1.

¹¹ Wüthrich E., La Politique du marché ouvert, Diss. Neuchâtel 1950, S. 2.

¹² Nach Verlautbarungen des „Statist“, s. Kriz M., Les opérations des Banques d'Emission sur le marché libre, 1938, S. 12.

Fällen auch die Form von Termingeschäften gehabt haben¹³, was dafür spricht, daß neben kurzfristigen auch langfristige Regierungssicherheiten Gegenstand der Offen-Markt-Verkäufe gewesen sind. Bei dieser restriktiven Offen-Markt-Politik hat die Bank von England aber auch verschiedentlich einfach Geld am Markt geborgt und dafür Zinsen bezahlt¹⁴. Der Zweck aller dieser Maßnahmen bestand darin, Erhöhungen des offiziellen Diskontsatzes wirksamer zu machen. Es sollten dem Markt Mittel entzogen, die Spanne zwischen dem offiziellen Satz und dem Marktsatz verringert und der Erhöhung des Notenbanksatzes auch auf dem Markte Geltung verschafft werden. Dieser einseitig restriktive Einsatz ist ein Merkmal der Offen-Markt-Politik der Bank von England vor 1914¹⁵. Die Operationen standen nicht in Widerspruch zu den Spielregeln des Goldautomatismus, welcher damals ja gerade als ordnendes Prinzip wirkte, sondern dienten im Gegenteil der Aufrechterhaltung derselben. Sie wurden von der Bank von England, welche zu ihrer Durchführung von Gesetzes wegen nicht befugt war, mit Absicht geheimgehalten. Aufmerksame Beobachter in England haben sie deshalb als eine „Politik der hidden hand“ umschrieben. Aus der Tatsache, daß der im Jahre 1919 veröffentlichte Cunliffe Report¹⁶ diese Operationen der Bank von England in seiner Analyse des englischen Geld- und Kreditsystems in der Vorkriegszeit überhaupt nicht erwähnt, kann jedenfalls der Schluß gezogen werden, daß sie noch nicht die Bedeutung eines systematisch angewendeten Instrumentes der englischen Notenbankpolitik erlangt haben. Die Bank von England hat sie nur gelegentlich als Hilfsmittel ihrer „hinkenden“ Diskontpolitik eingesetzt. Im Jahre 1922 hätte die Schweizerische Nationalbank unter ähnlichen Voraussetzungen Offen-Markt-Operationen gleicher Technik und mit gleichen Zielsetzungen durchführen können. (s. D., c.).

3. Zur Offen-Markt-Politik gehört nach Auffassung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich¹⁷ die nach 1930 in verschiedenen Ländern von Währungsausgleichsfonds oder den Regierungen selbst angewandte Methode, die Wirkung von Goldzuflüssen auf die innere Kreditsituation durch Verkäufe von Schatzwechseln zu neutralisieren, „parce qu'elle ne diffère en aucun point essentiel des opérations des banques centrales sur le marché libre¹⁸“. In der Schweiz haben Bund und Nationalbank nach 1943 ebenfalls eine solche Offen-Markt-Politik betrieben.

4. Die Kaufs- und Verkaufsoperationen, welche der im Jahre 1935 aus dem Abwertungsgewinn errichtete belgische Rentenstützungsfonds auf dem Markt der Staatsanleihen zum Zwecke einer Kurspflege durch-

¹³ Keynes J. M., Vom Gelde, S. 483.

¹⁴ „Borrowing in the market“, Hawtrey R. G., The Art of Central Banking, 1932, S. 151.

¹⁵ Keynes J. M., Vom Gelde, S. 484; beim Kauf der zu Offen-Markt-Verkäufen verwendeten öffentlichen Schuldverschreibungen hat sich die Bank nicht von marktpolitischen Erwägungen leiten lassen.

¹⁶ Report of the Committee on Currency and Foreign Exchanges after War.

¹⁷ Jahresbericht der B. I. Z. für das Jahr 1937, S. 61.

¹⁸ Société des Nations, Monnaies et banques 1936—37, vol. I, S. 60.

geführt hat, sind ebenfalls zur Offen-Markt-Politik gerechnet worden. „Pour nous convaincre du caractère d'open market policy de ces opérations, il suffit de réunir en imagination le Fonds des rentes à la Banque nationale“¹⁹.

5. In offiziellen Stellungnahmen zur Finanzierung der staatlichen Arbeitsbeschaffung durch die Deutsche Reichsbank nach 1933 ist die Auffassung vertreten worden, daß diese Art von Kreditexpansionspolitik den Charakter einer Offen-Markt-Politik besitze²⁰. Die Reichsbank ist in diesen Jahren dazu übergegangen, im Zusammenhang mit Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen entstandene formell kurzfristige, aber mit Prolongationsabschnitten versehene öffentliche Finanzwechsel ohne Verpflichtung des Kreditnehmers zur kurzfristigen Ablösung der Notenbankkredite der Regierung zu diskontieren oder den Geschäftsbanken zu rediskontieren.

Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten wurde in Deutschland eine auf privatwirtschaftlicher Initiative beruhende Belebung der wirtschaftlichen Aktivität gar nicht erst abgewartet. Das Ziel der Kreditexpansion bestand nicht wie dort primär in einer Beeinflussung der Lage des Kreditmarktes an sich, sondern in einer Befriedigung außerordentlicher und längerfristiger staatlicher Kreditbedürfnisse, welcher übrigens die Offen-Markt-Politik des amerikanischen Federal Reserve Systems nach 1932 faktisch ebenfalls gedient hat. Um die Unterschiede des Verfahrens hervorzuheben, — Verflüssigung des Kreditmarktes, welche später die Befriedigung staatlicher Kreditbedürfnisse erleichtert oder gar ermöglicht hat, im einen Fall; Verflüssigung des Kreditmarktes als Folge der Befriedigung staatlicher Kreditbedürfnisse im andern Fall, — ist die Politik der Reichsbank auch als eine „indirekte Offen-Markt-Politik“ bezeichnet worden²¹. Es soll aber darauf hingewiesen werden, daß in der Terminologie der Reichsbank selbst nur Käufe und Verkäufe von Pfandbriefen mit höchstens einjähriger Laufzeit und mit Reichsgarantie versehenen Schuldverschreibungen öffentlicher Körperschaften an der Börse, zu welchen sie durch das Bankgesetz von 1933 ermächtigt worden war, zur Offen-Markt-Politik gerechnet worden sind²².

b) Der Begriff der Offen-Markt-Politik in der Schweiz

Der Begriff der Offen-Markt-Politik ist in der Schweiz im Zusammenhang mit der Praxis des Federal Reserve Systems bekannt geworden. Die an anderer Stelle (s. unter A., b) als möglich genannten Offen-

¹⁹ Bulletin d'information et de documentation de la Banque Nationale de Belgique vom 25. Dez. 1935, S. 411.

²⁰ Wirtschaft und Statistik, Nr. 10, 1937, S. 373; ebenso: Heidinger J., Offenmarktpolitik und Kreditmarkt, 1939, S. 28; Amatajakul K., Die Offenmarktpolitik der Bank von England und der Deutschen Reichsbank, 1942, S. 15; Westermann F., Die Geldschöpfung der Deutschen Reichsbank 1932—1939, 1940, S. 31, 46.

²¹ Sarow F., Offen-Markt-Politik zur Konjunkturregelung, 1937, S. 78

²² Verwaltungsbericht der Deutschen Reichsbank für 1933, S. 8.

Markt-Operationen der SNB wurden im Jahre 1923 noch als eine „Politik der Auspumpung des Marktes“²³ bezeichnet. In den offiziellen Verlautbarungen der Schweizerischen Nationalbank erscheint der Begriff zum ersten Male im Jahre 1936. Die Schweizerische Nationalbank versteht seither unter Offen-Markt-Politik den Kauf und Verkauf von Gold, Devisen und Wertpapieren auf Grund eigener Initiative zum Zwecke der Beeinflussung des Geld- oder Kreditvolumens und/oder der Zinssätze²⁴. Es ist nun aber von ihr neuerdings wiederholt festgestellt worden, daß sie seit langem eine Offen-Markt-Politik mittels Schatzwechseln, Devisen und Gold betreibt²⁵. Diese Feststellungen müssen präzisiert werden, weil sie falsche Rückschlüsse auf eine offen-markt-politische Praxis der Bank zulassen.

1. In der Schweiz besteht eine den amerikanischen Verhältnissen entsprechende Trennung des Kreditmarktes nicht. Zum Geschäftskreis der Bank gehört seit der Gesetzesnovelle von 1911 die direkte Kreditgewährung an den Bund in Form der Diskontierung formell kurzfristiger Schatzwechsel. Außerdem darf die Bank seither vom Markt eingereichte kurzfristige Obligationenanleihen des Bundes diskontieren²⁶. Sie hat aber selbst die Offen-Markt-Politik verschiedentlich ihrer ordentlichen Diskontpolitik, deren Kriterien sich aus dem Notenbankgesetz einerseits und den diskontpolitischen Grundsätzen der Bankleitung andererseits ergeben²⁷, gegenübergestellt²⁸. Ihre bisherige Praxis in der Diskontierung von öffentlichen Schuldverschreibungen gehört also weder begrifflich — noch aber auch ihrem Wesen nach — zur Offen-Markt-Politik, *soweit* sie den Rahmen der ordentlichen Diskontpolitik nicht gesprengt hat. Dies ist aber bisher nur zweimal — in der Periode von 1915—1924 und in den Jahren 1935/36 — der Fall gewesen.

2. Bei den von der Schweizerischen Nationalbank der Offen-Markt-Politik zugeordneten Maßnahmen handelt es sich ferner einmal um die

²³ Kellenberger E., Kapitalexpert und Zahlungsbilanz, 1939, 1. Bd., S. 160.

²⁴ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937; Weber E., Probleme der Offenmarktpolitik in der Schweiz, 1945.

²⁵ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1944; Weber E., Probleme der Offenmarktpolitik in der Schweiz, 1945; BBl. 1935, Nr. 17; in den Bilanzen der SNB existiert der Posten „Offen-Markt-Geschäfte“ aber nicht.

²⁶ Diese werden von der SNB zusammen mit den Handelswechseln als „inländische Wechsel“ ausgewiesen. In der Schweiz besteht für Schatzwechsel keine einheitliche Bezeichnung. Sie werden sowohl als Reskriptionen (VVO Bankengesetz) als auch als Schatzanweisungen (Ausweise der SNB nach 1931) bezeichnet. Bei den erstmals im Jahre 1939 vom Bund direkt am offenen Markt plazierten Schatzanweisungen (Jb. SNB 1939, S. 18) handelt es sich um Unterschied zu den Schatzwechseln um formell mittelfristige Papiere. Schatzwechsel und Schatzscheine werden von den schweizerischen Geschäftsbanken als Reskriptionen ausgewiesen, aber gelegentlich nicht im Wechsel-, sondern im Wertschriftenportefeuille verbucht. Kassascheine, d. s. mittelfristige Schuldverschreibungen des Bundes, welche keinen Kurs haben, nicht an der Börse kotiert sind und wie Wechelpapiere abgefertigt werden, gelten zusammen mit den eigentlichen Obligationenanleihen als Obligationen.

²⁷ Siehe unter D., a., 1.

²⁸ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937; Weber E., Probleme der Offenmarktpolitik in der Schweiz, 1945.

früher von ihr selbst der Devisenpolitik zugerechneten Devisenkäufe und -verkäufe im Zeitabschnitt zwischen 1924 und 1931²⁹. „Als sich nach 1924 bis zum Ausbruch der Weltwährungskrise das Devisengeschäft in bis dahin unbekannter Weise entwickelte, entstand durch den Kauf und Verkauf von Devisen eine neue Möglichkeit zur Fühlungnahme mit dem Markt für die Schweizerische Nationalbank“³⁰. „Durch die Übernahme von Devisen konnte die Bank der Wirtschaft, die sich in steigendem Maße die Mittel zur Abwicklung der Zahlungstermine mittels Deviseneinreichungen bei der Notenbank verschaffte, diese zur Verfügung zu stellen“³¹. „Bei Kauf und Verkauf von Devisen auf Grund eigener Initiative war jedoch der Gesichtspunkt einer Beeinflussung des Wechselkurses für die Schweizerische Nationalbank stets maßgebend. Als Mittel einer Marktregulierung haben diese Operationen keine Bedeutung erlangt“³².

Sie sind im Rahmen dieser Untersuchung nicht von Interesse. Es soll deshalb nur darauf hingewiesen werden, daß besondere Voraussetzungen gegeben sein müssen, wenn eine Offen-Markt-Politik mittels Devisen, d. h. der Kauf und Verkauf von Devisen zum Zwecke einer Beeinflussung des inländischen Geldvolumens und der Zinssätze erfolgversprechend sein soll³³. Soweit der Kauf und Verkauf von Devisen primär zum Zwecke der Beeinflussung des Wechselkurses erfolgt, handelt es sich dabei jedenfalls um eine Maßnahme der Devisenpolitik.

„Die von der Schweizerischen Nationalbank gehandhabten Beschränkungen in der Übernahme von Devisen während und nach dem zweiten Weltkrieg gehören, da sie im Hinblick auf die Lage des Kreditmarktes und die Zinsgestaltung erfolgt sind, nach Meinung derselben ebenfalls zur Offen-Markt-Politik“³⁴. Die Bank nennt sie an anderer Stelle selbst wieder „besondere devisenpolitische Vorkehren“³⁵. Sie sind unter dem Namen „Dollarpolitik der Schweizerischen Nationalbank“ bekannt geworden. Offen-Markt-Operationen in Form des Kaufs und Verkaufs von Devisen liegen dabei jedenfalls nicht vor. Die im gleichen Zeitraum vorgenommene Blockierung von Exporterlösen und Verpflichtung der Exporteure zum Kauf der zur Bezahlung ihrer Importe benötigten Devisen bei der Schweizerischen Nationalbank stellen der Art der Intervention nach eindeutig direkte Eingriffe dar, die der Offen-Markt-Politik

²⁹ Als Devisenpolitik: Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 288; als Offenmarktpolitik: Bachmann G., Die Schweizerische Nationalbank, NZZ Nr. 2088 vom 3. 12. 1936; Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937; Weber E., Probleme der Offenmarktpolitik in der Schweiz, 1945.

³⁰ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

³¹ Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 289.

³² Weber E., Probleme der Offenmarktpolitik in der Schweiz, 1945.

³³ Dazu Wüthrich E., opus zit. a. a. O. S. 11 f.

³⁴ Gygax P., Schweizerische Kreditprobleme 1930—1948, in: Probleme der Währung und der öffentlichen Finanzen, 1949, S. 254; als OMP: Weber E., Das Kreditgeschäft der Schweizerischen Nationalbank, in: Geld und Kreditsystem der Schweiz, 1944, S. 195, 201; Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1945.

³⁵ Siehe Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1944.

wesensfremd sind. Diese ist, wie Küng betont ³⁶, eine „liberale Methode zur Lenkung oder Führung des Kreditmarktes“, oder anders ausgedrückt, ein marktwirtschaftliches Mittel zur Beeinflussung von Angebot und Nachfrage auf diesem.

Auf die unter diesem Absatz genannten Maßnahmen wird in dieser Arbeit nicht eingegangen.

3. Die Schweizerische Nationalbank spricht davon, daß sie seit langem eine Offen-Markt-Politik mittels Käufen und Verkäufen von Gold betreibe. Unter dem Goldstandard in Form der gesetzlichen Verpflichtung der Notenbank zum Kauf von Gold und zur Einlösung ihrer Noten in Gold gegenüber jedermann ist eine derartige Kontrolle des volkswirtschaftlichen Geld- oder Kreditvolumens schlechthin undenkbar, weil Gold unter diesen Umständen mit Geld praktisch identisch ist. Diese Voraussetzungen sind aber in der Schweiz von 1907—1914 und von 1929—1936 gegeben gewesen. „Die Bank war in dieser Zeit (bezeichnenderweise auch während der Kreditkrise im Jahre 1935) außerstande, ihren Goldbestand nach ihrem freien Willen zu erhöhen, weil sie darin zu einem guten Teil von Goldzuflüssen aus dem Ausland abhängig war“ ³⁷. Dies zeigt die Grenzen einer expansiven OMP in Form von Goldkäufen.

Seit der Aufhebung der Verpflichtung der Schweizerischen Nationalbank zur Einlösung ihrer Noten in Gold im inländischen Zahlungsverkehr, die im Jahre 1936 erfolgte, haben die Goldkäufe — dies wie zu zeigen sein wird im Urteil der Bank selbst — fast ununterbrochen im Widerspruch zu marktpolitischen Erfordernissen gestanden. Die Schweizerische Nationalbank hat die Übernahme von Gold aus währungspolitischen Gründen aber nie abgelehnt und insoweit die passive Funktion einer reinen Notenbank ausgeübt. Dem erwähnten Widerspruch hat sie *unter anderem* durch die Abgabe von *demonetisierten* Goldmünzen an den inländischen Markt zu entgehen versucht. Nur diese auf die Periode 1943—47 beschränkten Goldabgaben sind ihren Kriterien nach als Offen-Markt-Operationen anzusprechen. Wenigstens im Hinblick auf die offenkampolitische Praxis der Bank von England, des Federal Reserve System und der Deutschen Reichsbank stellen sie eine spezifisch schweizerische Form der Offen-Markt-Politik dar. Die damit gemachten Erfahrungen besitzen auch im Rahmen der vorliegenden Untersuchung ein gewisses Interesse.

Damit sind die angeführten Äußerungen der Schweizerischen Nationalbank hinsichtlich ihrer offenkampolitischen Praxis in ausreichender Weise klargestellt.

4. Auch in der Schweiz hat die Notenbank seit 1935 durch Erteilung von Mobilisierungszusagen für bestimmte, von Geschäftsbanken gewährte, der Arbeitsbeschaffung dienende Kredite über den ursprünglich vorgesehenen Sektor ihrer Tätigkeit hinaus gegriffen; dies ist, wie die Schweizerische Nationalbank in anderem Zusammenhang festgestellt hat,

³⁶ Küng H., Zur Frage der Offenkampolitik, NZZ Nr. 1399 vom 17. 9. 1945.

³⁷ Schnebeli, Denkschrift SNB, S. 137.

ein eigentliches Charakteristikum der Offen-Markt-Politik³⁸. Trotzdem wird dabei nicht von einer solchen, sondern von einer „Politik der Krediterleichterung“³⁹ gesprochen. Die in Form von Diskont- oder Lombardzusagen den Geschäftsbanken von der Nationalbank zugestandenen Möglichkeiten zur Mobilisierung von Krediten unterscheiden sich von denjenigen bei ihrer ordentlichen Diskont- und Lombardpolitik zwar wesentlich, aber nur hinsichtlich der Art der Kreditunterlage. Sie sind aber zeitlich (im Unterschied zu den an anderer Stelle erwähnten Rediskontzusagen der Deutschen Reichsbank) in gleicher Weise beschränkt. Sie erscheinen, erstmals im Entwurf zu einem revidierten Nationalbankgesetz vom Jahre 1949⁴⁰ unter dem besonderen Titel „Diskont und Lombardzusagen“, was ebenfalls zum Ausdruck bringt, daß dabei ein notenbankpolitisches Mittel sui generis vorliegt⁴¹. Seine Entwicklung beruht auf besonderen Verhältnissen in der Schweiz.

5. Die Offen-Markt-Politik ist eine Konzeption der Notenbankpolitik. Die Notenbanken handeln dabei im gesamtwirtschaftlichen Interesse. Die Erzielung von Erträgen oder gar Gewinnen ist eine Folge, aber nicht der Zweck der offen-markt-politischen Tätigkeit. Gerade die Offen-Markt-Politik erfordert aber von ihrem Träger, sei dieser nun die Notenbank oder die Regierung, unter Umständen den Verzicht auf Erträge, die Übernahme besonderer Risiken oder sogar das Inkaufnehmen von Verlusten oder die Aufbringung eigentlicher Kosten. Dies wird in anderem Zusammenhang noch sehr deutlich werden. Käufe und Verkäufe von öffentlichen Schuldverschreibungen, welche von Notenbanken unter rein erwerbswirtschaftlichen Gesichtspunkten vorgenommen werden, gehören nicht zur Offen-Markt-Politik, auch wenn sie Offen-Markt-Operationen der äußeren Form nach völlig gleichen. Die Verknennung dieses Sachverhaltes hat sowohl bei Castelberg⁴² wie in der Botschaft des Bundesrates zur Revision des Bundesgesetzes über die SNB vom 21. April 1953⁴³ dazu geführt, das Wertschriftengeschäft der Schweizerischen Nationalbank (Art. 14, Abs. 10, BG SNB von 1905 bzw. 1921) mit einer Offen-Markt-Politik zu identifizieren. Die Bank hat dieses aber — wie gezeigt werden soll — bisher nach Grundsätzen geführt, oder nach ihrer Ansicht, führen müssen, die nichts mit einer solchen zu tun haben. Sie ist in dieser Hinsicht mit einer reinen Geschäftsbank⁴⁴ zu vergleichen.

6. Wie die Entwicklung in den Vereinigten Staaten seit 1935 und besonders seit 1942 zeigt, kann die Offen-Markt-Politik in Form des

³⁸ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

³⁹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935; s. unter E., h. und F., d.

⁴⁰ BBl. 1949 I, Nr. 20.

⁴¹ Was die Lombardzusagen anbetrifft, so liegt gegebenenfalls ohnehin kein Kauf des Titels, sondern nur seine Belehnung vor.

⁴² Castelberg G., Die Politik des billigen Geldes in der Schweiz, 1951, S. 92.

⁴³ BBl. 1953, Nr. 17.

⁴⁴ Geschäftsbank im Unterschied zu Notenbank.

Kauf und Verkauf von Regierungssicherheiten durch die Notenbank zu einem Mittel der „Manipulierung der öffentlichen Schuld“ werden ⁴⁵.

Umgekehrt bezeichnet La Roche eine Manipulierung der öffentlichen Schuld durch die Regierung, soweit sie bewußt und primär zum Zwecke einer Beeinflussung der Lage des Kreditmarktes erfolgt, als Offen-Markt-Politik ⁴⁶. Er behauptet zwar nicht, dies wäre im Bezug auf die Verhältnisse in der Schweiz auch durchaus unzulässig, daß die Regierung in gleicher Weise wie die Notenbank Geld schaffen und wieder „vernichten“ kann. Er erkennt aber klar, daß eine Regierung jedenfalls dem Kreditmarkt durch die Emission von Anleihen Geld entziehen und durch die Rückzahlung von Anleihen wieder zuführen kann. Auf diese Weise ist nicht nur eine Kurspflege auf dem Markt der Staatsanleihen, sondern auch, innerhalb der angedeuteten Grenzen, eine Geldmengenpolitik möglich. Eine eigentliche Begriffsauflösung scheint jedoch vorzuliegen, wenn auch die Sterilisierung von auf fiskalischem Wege eingebrachten Mitteln zur Offen-Markt-Politik gerechnet wird ⁴⁷. Die für die Offen-Markt-Politik begriffswesentliche Art der Intervention: Kauf und Verkauf von Aktiven, ist bei der Fiskalpolitik offensichtlich nicht gegeben. Auch diese Art von Geldsterilisierungspolitik ist dagegen mit einem Zinsopfer verbunden, weil die Regierung mit diesen Steuermitteln Anleihen zurückbezahlen könnte. Sie gehört jedoch nicht zur Offen-Markt-Politik. Vielmehr ist dabei die Fiskalpolitik in den Dienst der Geldpolitik gestellt.

7. Im Vordergrund der Diskussionen steht in der Schweiz, wie gezeigt werden soll, bereits seit längerer Zeit und neuerdings wieder im Zusammenhang mit der Revision des Nationalbankgesetzes die Frage, ob nicht die Schweizerische Nationalbank zu einer „direkten“ Offen-Markt-Politik in Form des Kaufs und Verkaufs von formell längerfristigen öffentlichen Schuldverschreibungen und Pfandbriefen ⁴⁸ unter Einbeziehung dieser Papiere in die Notendeckung befugt werden soll.

B. Zum Wesen der Offen-Markt-Politik

Mit der Bestimmung des Begriffsinhaltes sind bereits wichtige Feststellungen über das Wesen der Offen-Markt-Politik gemacht, um dessen Charakterisierung man sich verschiedentlich bemüht hat. Diese Versuche sollen im Folgenden einer kritischen Würdigung unterzogen und, soweit dies notwendig erscheint, ergänzt werden, womit einige Sachverhalte von

⁴⁵ Bis zum Jahre 1935 war die öffentliche Schuld ein Mittel der Offen-Markt-Politik des Federal Reserve Systems; unter „Debt Management“ versteht Abbott sowohl Aufrechterhaltung des Staatskredites als auch die Vergrößerung bzw. Verkleinerung der öffentlichen Schuld im Interesse des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichtes, s. Abbott Ch., *Management of the Federal Debt*, 1946.

⁴⁶ La Roche Ch., *Die schweizerische Konjunkturpolitik in der Nachkriegszeit*, 1947, S. 43.

⁴⁷ Ebenda.

⁴⁸ Art. 14, Abs. 2, und Art. 19 des Gesetzesentwurfes von 1949, s. unter F., o., 3.

grundlegender Bedeutung noch einmal besonders hervorgehoben werden können.

a) Das Initiativkriterium der Offen-Markt-Politik

Es ist allgemein üblich, als Kriterium der Offen-Markt-Politik die Initiative⁴⁹ oder Aktivität⁵⁰ ihres Trägers zu bezeichnen. Damit will gesagt sein, daß der Abschluß der Kauf- und Verkaufsgeschäfte bei der Offen-Markt-Politik auf dessen Initiative zurückgeht. Die Offen-Markt-Politik der Notenbanken wird auf Grund dieses Initiativkriteriums deren Diskont- und Lombardpolitik gegenübergestellt. „Während es beim ordentlichen Diskont- und Lombardgeschäft dem Markt überlassen bleibt, ob er den Notenbankkredit in Anspruch nehmen will oder nicht, führt die Notenbank bei der Offenmarktpolitik dem Markt aus eigener Initiative Mittel zu“⁵¹. Diese Auffassung ist, von der Schweizerischen Nationalbank geäußert, umso erstaunlicher, als es in der Schweiz in den Jahren 1935/36 der Markt selber gewesen ist, welcher der Notenbank offen-markt-politische Interventionen zur Kursstützung der Bundesanleihen nahegelegt hat. Deren Vornahme ist von dieser jedoch aus rechtlichen und sachlichen Gründen abgelehnt worden. Von einer primären Initiative der Notenbank hätte dabei andernfalls offensichtlich gar keine Rede sein können.

Dagegen war die Offen-Markt-Politik der amerikanischen FR-Banken im Zeitabschnitt von 1923—1928 tatsächlich durch deren Initiative gekennzeichnet. In Zeiten abnehmender Kreditnachfrage suchten sie nämlich durch Offen-Markt-Käufe Geld in den Markt zu pressen und diesem umgekehrt bei starker Kreditnachfrage und Gefahr einer Übersteigerung des Wirtschaftsaufschwunges durch Offen-Markt-Verkäufe Mittel zu entziehen.

Wenigstens im „Treatise on Money“ hat Keynes⁵² aus dieser Initiative der Notenbanken bei der Offen-Markt-Politik deren Fähigkeit abgeleitet, eine absolute Kontrolle des volkswirtschaftlichen Kreditvolumens auszuüben. Eine solche hätte ihnen, nach damaliger Ansicht von Schumpeter⁵³, die Möglichkeit zum „Management der gesamten Volkswirtschaft“ gegeben. Es wurde damals also angenommen, daß die Notenbanken mittels einer Offen-Markt-Politik zum Träger der wirtschaftspolitischen Zielsetzungen überhaupt werden könnten. Dieser Glaube der Verfechter einer rein monetären Konjunkturpolitik hat sich inzwischen als Illusion erwiesen.

49 Unter andern bei: Burgess W. R., Die Reservebanken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten, 1928, S. 195; Report on Finance and Industry, 214. §, S. 95; Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

50 Somary F., Bankpolitik, 1930, S. 134; Sarow F., Offen-Markt-Politik zur Konjunkturregelung, 1937, S. 11.

51 Weber E., Probleme der Offenmarktpolitik in der Schweiz, 1945.

52 Keynes J. M., Vom Gelde, S. 489.

53 Schumpeter J., Kreditkontrolle, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, 54. Bd., 1925, S. 324/25.

Es muß also klar gesehen werden, daß das Initiativkriterium an sich nicht das geringste über die Möglichkeiten aussagt, welche die Notenbanken besitzen, vorausgesetzt, daß sie „eine Offen-Markt-Politik“⁵⁴ betreiben können. Es bleibt grundsätzlich sogar immer fraglich, ob die Initiative der Notenbank am Markt überhaupt wirksam wird, d. h. ob die Notenbank auch nur den Geschäftsabschluß herbeizuführen vermag. Ein Zwang zum Kauf oder Verkauf besteht für den Markt ja nicht.

Soweit sich die Offen-Markt-Politik in der Praxis dennoch als wirksameres Instrument zur Beeinflussung des Kreditmarktes und damit der Geldmenge oder der Zinssätze erwiesen hat als die Diskont- oder Lombardpolitik, darf dies außerdem nicht auf die Initiative zurückgeführt werden, welche die Notenbanken dabei verschiedentlich entfaltet haben. Die größere Wirksamkeit der Offen-Markt-Politik ist vielmehr immer die Folge davon gewesen, daß die Form oder der Gegenstand der Notenbankgeschäfte dabei andere, den Zielsetzungen einerseits und den Bedürfnissen oder Wünschen des Marktes andererseits besser entsprechende gewesen sind als bei der Diskont- und Lombardpolitik.

Das Initiativkriterium grenzt die Offen-Markt-Politik durchaus nicht gegen andere Mittel der Notenbankpolitik ab, d. h. die Initiative der Notenbank beim Geschäftsabschluß ist durchaus kein eindeutiges Kriterium dafür, daß bei diesem Geschäft eine Maßnahme der Offen-Markt-Politik vorliegt. Bei der Devisenpolitik erfolgen die Käufe und Verkäufe von Devisen zum Zwecke der Beeinflussung des Wechselkurses ebenfalls auf Initiative der Notenbank. Bei der Manipulierung der Reservesätze der Geschäftsbanken — die Schweizerische Nationalbank besitzt diese Befugnis bis heute nicht — gehen die Notenbanken bei anderer Art der Intervention in gleicher Weise initiativ vor. Sogar die Diskont- und Lombardpolitik kann durch Veränderung der offiziellen Sätze oder der Kreditlimiten durchaus initiativ geführt werden.

Das Initiativkriterium reicht also zur Kennzeichnung des Wesens der Offen-Markt-Politik nicht aus. Die Initiative ihres Trägers ist zudem nicht einmal immer gegeben.

b) Das Ermessenskriterium der Offen-Markt-Politik

Die andere Seite, gleichsam das Korrelat des Initiativkriteriums der Offen-Markt-Politik, ist im Freiwilligkeits-⁵⁵ oder Ermessenskriterium⁵⁶ derselben gesehen worden. Offen-Markt-Geschäfte nehmen danach im Geschäftskreis der Notenbanken eine andere Stellung ein als das Diskont- und Lombardgeschäft, bei welchem der Geschäftsabschluß auf

⁵⁴ Möglichkeiten und Grenzen der Offen-Markt-Politik hängen *unter anderem* von der Art der offen-markt-politischen Befugnisse ab, welche die einzelne Notenbank von Gesetzes wegen besitzt.

⁵⁵ Strong B., Evidence before the Stabilisation Committee, 1927, zit. Keynes J. M., Vom Gelde, S. 489.

⁵⁶ Keynes J. M., Vom Gelde, S. 481.

Grund einer „gewöhnheitsmäßigen Verpflichtung“⁵⁷ und „feststehender Richtlinien“⁵⁸ folgt. „Es ist noch nie vorgekommen, daß die Schweizerische Nationalbank ein Kreditgesuch abgelehnt hätte, das mit den Gesetzesvorschriften in Einklang stand“⁵⁹. Anders verhält es sich, wie durch das Ermessenskriterium gezeigt werden soll, bei der Offen-Markt-Politik, bei welcher es völlig dem Ermessen der Notenbank vorbehalten bleibt, ob und wann sie auf ein Geschäft eintreten will¹ und zu welchen Bedingungen und in welchem Umfang sie Offen-Markt-Käufe⁶⁰ vornimmt. Dies folgt nach den angeführten Auffassungen notwendig aus der aktiven Rolle der Notenbank bei der Offen-Markt-Politik. Der Hinweis darauf, daß gewisse Offen-Markt-Geschäfte ihrer Natur nach „nicht nur erhöhte Risiken für die Notenbank mit sich bringen, sondern auch mit schweren Nachteilen für Währung und Wirtschaft verbunden sein können“⁶¹, zeigt die Möglichkeit einer anderen Begründung.

Durch das Ermessenskriterium soll, um ein Beispiel zu nennen, zum Ausdruck gebracht werden, daß die Befugnis der Notenbank, zum Zwecke einer Offen-Markt-Politik langfristige Staatstitel zu kaufen, den Markt nicht zu der Erwartung berechtigt, solche Titel jederzeit bei der Notenbank realisieren zu können.

Der Einwand, daß bei einer Politik der Stabilisierung der Zinssätze durch Offen-Markt-Politik — wie die Erfahrungen in den Vereinigten Staaten nach 1942 zeigen, ist die Notenbank dabei zur jederzeitigen Übernahme von langfristigen Titeln zu festen Kursen gezwungen — das Ermessen der Notenbank gegenüber dem Markt nicht mehr gegeben sei⁶², ist irrelevant. Die Notenbank kann diese Politik jederzeit wieder aufgeben und den „Rückzug vom offenen Markt“ antreten, wie dies das FR-System nach 1950 auch getan hat.

Dagegen kann das Ermessenskriterium wiederum nicht eindeutig nur der Offen-Markt-Politik zugeordnet werden. Bei der Pflichtreservenspolitik ist es ebenfalls gegeben. Vor allem aber läßt sich im Hinblick auf die Praxis der Notenbanken, darunter auch derjenigen der Schweizerischen Nationalbank, nur unter gewissen Einschränkungen von einer schematischen Handhabung der Diskont- und Lombardpolitik sprechen. Verschiedene Notenbanken, insbesondere die Bank von England und die Deutsche Reichsbank, haben ihre Diskontpolitik zeitweise

57 Keynes J. M., Vom Gelde, S.481; ein Rechtsanspruch auf den Notenbankkredit besteht allerdings in keinem Land; so ist die Schweizerische Nationalbank zur Kreditgewährung im Rahmen des gesetzlich zugewiesenen Geschäftskreises zwar befugt, aber nicht verpflichtet, s. Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 474; BBl. 1949 I, Nr. 20, S. 952; es ist aber schon der Versuch gemacht worden, eine solche Verpflichtung aus ihrer Aufgabe der Regelung des Geldumlaufes (Art. 2, BG SNB) und der Ausgabe von Banknoten nach den Bedürfnissen des Verkehrs (Art. 17) abzuleiten.

58 Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

59 Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938.

60 Bei Offen-Markt-Verkäufen stellt sich diese Frage gar nicht.

61 BBl. 1949 I, Nr. 20, S. 953.

62 Es war nur insoweit nicht mehr gegeben, als das amerikanische Schatzamt die Politik des Federal Reserve Systems diktierte.

in Form der Kreditverweigerung geführt. In der Schweiz hat die Notenbank — so stellt Weber fest⁶³ — seit Beginn ihrer Tätigkeit eine quantitative Kreditkontrolle einer Beschränkung der Kreditnachfrage durch eine Erhöhung der offiziellen Sätze vorgezogen. Die Schweizerische Nationalbank räumt also bei ihrer Diskont- und Lombardpolitik den Kreditnehmern bestimmte Kreditlimiten ein, über welche diese frei verfügen können. Diese Limiten werden jedoch von vornherein so festgesetzt, daß eine von der Bank als illegitim erachtete Geldschöpfung ausgeschlossen erscheint. Nur innerhalb dieser Grenzen — sie können von der Bank nach ihrem eigenen Ermessen erweitert oder eingeeengt werden — erfolgt die Handhabung der Diskont- und Lombardpolitik rein schematisch. Der Markt kann sich darauf verlassen, daß er jederzeit zu den von der Notenbank durch die offiziellen Sätze dargestellten Kreditkosten einen bestimmten Betrag an Krediten „am Schalter der Notenbank“ erhält, sofern er über die nötige Menge diskont- oder lombardfähiger Wertpapiere verfügt.

Bei der Offen-Markt-Politik in Form von Käufen langfristiger Staats-titel muß die Notenbank dagegen notwendig „am offenen Markt“ als Nachfrager auftreten, weil sich der Markt, der mit einer solchen Nachfrage „normalerweise“ nicht rechnen kann, sich mit seinem Angebot gar nicht erst an die Notenbank, sondern an die Börse wendet.

Damit ist aufgezeigt, was unter dem Ermessenskriterium der Offen-Markt-Politik zu verstehen ist.

c) Das Formkriterium der Offen-Markt-Politik

Das eigentliche Kriterium der Offen-Markt-Politik stellt die Art der Notenbankgeschäfte dar, welche zum Zwecke einer Offen-Markt-Politik getätigt werden. Sie weichen hinsichtlich ihrer Form jedenfalls von denjenigen bei der Diskont- und Lombardpolitik ab. Die Offen-Markt-Politik könnte sonst die Diskont- oder Lombardpolitik der Notenbanken gar nicht ergänzen oder unter Umständen sogar ersetzen.

In der folgenden Übersicht sollen diese Formunterschiede noch einmal besonders hervorgehoben werden. Es werden dabei die Diskont- und Lombardgeschäfte, zu deren Tätigkeit die Schweizerische Nationalbank auf Grund des geltenden Notenbankgesetzes von 1921 befugt ist, dem in der Schweiz vor allem in Frage stehenden Offen-Markt-Geschäft gegenübergestellt.

1. Das Lombardgeschäft.

Lombardgeschäfte und Offen-Markt-Geschäfte brauchen sich hinsichtlich ihres Gegenstandes⁶⁴ nicht zu unterscheiden. Während in einem

⁶³ Weber E., Das Kreditgeschäft der Schweizerischen Nationalbank, in: Geld- und Kreditsystem der Schweiz, 1944, S. 211.

⁶⁴ Im Verzeichnis der belehbaren Werte aus dem Jahre 1926 sind neben Anleihen des Bundes, der Kantone und Gemeinden auch an der Börse kotierte Inhaberoobligationen von Bank- und Industriegesellschaften genannt; s. Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 102; Aktien und Genossenschaftsanteile sind von der Belehnung dagegen ausdrücklich ausgeschlossen.

Fall aber lediglich eine Belehnung formell und materiell langfristiger öffentlicher Schuldverschreibungen — nach Art. 14 Abs. 4 BG SNB entweder auf festen Termin für drei Monate oder in laufender Rechnung mit höchstens zehntägiger Kündigungsfrist — stattfindet, erfolgt im andern Fall ein freihändiger Kauf der Titel. Der Abschluß eines Lombardgeschäftes stellt von der Notenbank aus gesehen einen Akt der Kreditgewährung dar. Der Geldempfänger ist Kreditnehmer und Kreditschuldner. Die formelle Kurzfristigkeit des Kredites bzw. die Möglichkeit zum kurzfristigen Abruf des Kredites durch die Notenbank gewährleistet einen automatischen bzw. automatisch herbeiführbaren Rückstrom des auf dem Wege des Lombardkredites emittierten Notengeldes zur Notenbank.

2. Das Diskontgeschäft.

Gegenstand des Diskontgeschäftes können ebenfalls öffentliche Schuldverschreibungen sein. Nach Art. 14 Abs. 2 BG SNB sind Handelswechsel mit einer Laufzeit von höchstens drei Monaten und öffentliche Schuldverschreibungen, deren Laufzeit drei Monate nicht mehr übersteigt, bei der Notenbank diskontfähig.

Vom Standpunkt der Notenbank aus stellt der Abschluß eines Diskontgeschäftes einen Akt der Kreditgewährung dar. Reicht der Markt Handelswechsel oder der Staat Schatzwechsel bei der Notenbank zum Diskont ein, so sind der Markt bzw. der Staat wiederum gleichzeitig Geldempfänger, Kreditnehmer und Kreditschuldner. Reicht dagegen der Markt kurzfristige Schuldverschreibungen des Staates bei der Notenbank zum Diskont ein, so erhält er keinen Notenbankkredit, sondern Geld ohne jede Verpflichtung zur Rückzahlung an die Notenbank. Der Grundsatz des automatischen Rückstroms der auf dem Wege des Diskontkredites emittierten Notengeldes zur Notenbank innert bestimmter und kurzer Frist ist dennoch nicht aufgegeben, weil die dem Markt diskontierten Wertpapiere kurzfristig sind und vom Staat eingelöst werden müssen.

Der Abschluß eines Diskontgeschäftes gibt der Notenbank grundsätzlich die Möglichkeit zu einer Offen-Markt-Politik in Form der Rückdiskontierung der Wertpapiere, in deren Besitz sie auf dem Diskontwege gelangt ist. Der Formunterschied zwischen Diskontierung (Kauf) und Rückdiskontierung (Verkauf) ist ein Wesensunterschied; die Rückdiskontierung gehört nicht mehr zur Diskontpolitik, sondern zur Offen-Markt-Politik und besitzt den Charakter eines Offen-Markt-Geschäftes.

3. Das Offen-Markt-Geschäft.

Es soll und kann hier aus den aufgezeigten Gründen davon ausgegangen werden, daß der Gegenstand des Offen-Markt-Geschäftes formell und materiell längerfristige öffentliche Schuldverschreibungen sind, deren Verfallszeit im Zeitpunkt des Kaufes durch die Notenbank drei Monate übersteigt und die von einem Dritten übernommen werden ⁶⁵.

⁶⁵ Zur Unterscheidung der Devisenpolitik und der in dieser Arbeit nicht behandelten Offen-Markt-Politik mittels Devisen ist das Formkriterium natürlich unbrauchbar. An dessen Stelle tritt dann das Zielsetzungskriterium, s. unter A. und B.

Der Kauf solcher Wertpapiere stellt vom Standpunkt der Notenbank aus einen Akt der Kreditgewährung dar. Der Kredit, welcher bisher vom Titelbesitzer an den Staat gewährt worden ist, verwandelt sich durch die Operation in einen Kredit der Notenbank an den Staat. Der Titelverkäufer, für welchen die Operation lediglich einen Austausch von Aktiven darstellt, erhält dagegen wiederum Geld ohne jede Verpflichtung zur Rückzahlung an die Notenbank. Dies bedeutet jedoch nicht notwendig eine längerfristige Kreditgewährung der Notenbank an den Staat. Anstelle des bei der Diskont- und Lombardpolitik verwirklichten Prinzips des automatischen Rückstroms des auf dem Kreditwege emittierten Notenbankgeldes zur Notenbank innert bestimmter kurzer Frist tritt bei der Offen-Markt-Politik das Prinzip der *Abwälzbarkeit* der Kreditgewährung an den Markt, d. h. der Wiederverkauf der gekauften Wertpapiere. Die Notenbank gibt dabei ihren Krediten die ihr angemessen erscheinende Laufzeit, welche natürlich die Laufzeit der betreffenden Wertpapiere nicht übersteigen kann.

Eine restriktive Offen-Markt-Politik hat jedoch nicht notwendig die Gewährung von Diskontkrediten oder Offen-Markt-Käufe zur Voraussetzung. Das „Problem der Munition“⁶⁶ im Sinne mangelnder Wertpapierbestände der Notenbank zur Durchführung von Offen-Markt-Verkäufen, das von Keynes noch für eine eigentliche Grenze der Offen-Markt-Politik der Notenbanken gehalten worden ist, gehört zu den Scheinproblemen. Es kann an dieser Stelle erwähnt werden, daß Vorschläge zur „künstlichen Schaffung“ von Offen-Markt-Werten⁶⁷ schon vor bald hundert Jahren zum ersten Male gemacht⁶⁸, seither wiederholt vorgetragen⁶⁹ und neuerdings in verschiedenen Ländern, darunter auch der Schweiz, verwirklicht worden sind⁷⁰.

In den aufgezeigten Formunterschieden — formelle Längerfristigkeit des Notenbankkredites einerseits und Ergänzung des Kaufs von Aktiven durch Verkauf — liegen die Gründe für die oft hervorgehobene „Überlegenheit“ der Offen-Markt-Politik über die Diskont- und Lombardpolitik. Bei letzteren sind die Notenbanken auf die Gewährung kurzfristiger Kredite beschränkt. Dementsprechend können damit direkt nur Geldvolumen und die Zinssätze des Geldmarktes beeinflusst werden. Die Offen-Markt-Politik läßt dagegen auch eine direkte Intervention der Notenbanken am Kapitalmarkt zu. Direkt können durch die Diskont-, Lombard- und Offen-Markt-Politik aber immer nur ganz bestimmte Teilmärkte des Geld- und Kapitalmarktes, nämlich diejenigen, auf welchen Kredite gehandelt werden, die Gegenstand des Diskont-, Lombard- und Offen-Markt-Geschäftes der Notenbank sind, beeinflusst werden. Der „Ort ihres Einschlages auf dem Kreditmarkt“ ist jedoch verschieden.

⁶⁶ Keynes J. M., Vom Gelde, S. 507.

⁶⁷ Diese Papiere brauchen sich von den üblichen Regierungssicherheiten äußerlich nicht zu unterscheiden.

⁶⁸ Französische Bankenenquête von 1865, s. Somary F., Bankpolitik, 1915, S. 133.

⁶⁹ Deutsche Bankenenquête von 1908, s. Sarow F., a. a. O. S. 70; Harris S. E., Twenty Years of Federal Reserve Policy, 1933, S. 648.

⁷⁰ s. unter F., c. und F., m.

Es kann in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen werden, daß „nach der Art ihres Einschlages auf dem Kreditmarkt“ die Offen-Markt-Politik als eine Kreditmengenpolitik bezeichnet worden ist⁷¹. Dabei ist verkannt worden, daß sich aus denkbaren Spezialfällen — Veränderung der Geld- bzw. der Kreditmenge durch Offen-Markt-Operationen, ohne gleichzeitige Veränderung der Zinssätze, und Veränderung der offiziellen Diskont- und Lombardsätze, ohne gleichzeitige Veränderung der Geld- bzw. der Kreditmenge — ein Wesensunterschied zwischen diesen Instrumenten der Kreditpolitik nicht ableiten läßt. Auch bei der Offen-Markt-Politik ist der Fall möglich, daß primäre Preisänderungen der Offen-Markt-Werte erfolgen (Kauf- oder Verkaufsofferten für Wertpapiere zu Kursen, die von den Marktkursen nach oben oder unten abweichen), um der Nachfrage der Notenbank ein Angebot (und umgekehrt) zu schaffen⁷². Daher gilt allgemein, daß sowohl bei der Diskont- und Lombardpolitik als auch bei der Offen-Markt-Politik Angebot und Nachfrage nach Geld die Kreditmengen *und* die Kreditpreise umfassen. „Ihrer unmittelbaren Zielsetzung nach“ kann die Offen-Markt-Politik denn auch eine Geldmengenpolitik oder eine Zinspolitik sein. Soweit zwischen der Diskont-, Lombard- und Offen-Markt-Politik Unterschiede hinsichtlich der „Art des Einschlages auf dem Kreditmarkt“ bestehen, resultieren diese nicht aus einem Wesens-, sondern aus einem Verfahrensunterschied. So haben die amerikanischen Federal Reservebanken in den Zwanzigerjahren im Zuge einer restriktiven Kreditpolitik immer erst den Markt durch *sukzessive* Offen-Markt-Verkäufe verknappt, um die Erhöhung des offiziellen Diskontsatzes der dadurch herbeigeführten Erhöhung der Marktsätze „quasi konstatierend“ nachfolgen lassen zu können. Der Grund für dieses Vorgehen hat darin gelegen, daß von einer plötzlichen, *ruckartigen* Erhöhung des Diskontsatzes psychologisch bedingte, unerwünscht heftige Reaktionen der Geschäftswelt erwartet werden mußten⁷³.

d) Das Qualitätskriterium der Offen-Markt-Politik

„Ihrer unmittelbaren Zielsetzung nach“ wird die Offen-Markt-Politik häufig als eine *reine* Geldmengenpolitik charakterisiert, was sie tatsächlich auch sein kann.

Wenn Burgess dies im Jahre 1928 im Hinblick auf die damalige Kreditpolitik des amerikanischen Federal Reserve Systems in der Weise formuliert hat, die FR-Banken würden die Kreditgewährung der Menge und nicht der Art nach betreiben⁷⁴, so könnten daraus aber in mehr als einer Hinsicht Mißverständnisse entstehen. Der Geschäftskreis und

⁷¹ So bei: Marchand R., Möglichkeiten und Grenzen der Diskontpolitik in der Schweiz, 1946, S. 18; Amatajakul K., Die Offenmarktpolitik der Bank von England und der Deutschen Reichsbank, 1942, S. 20.

⁷² Durbin E. F. M., The Problem of Credit Policy, 1935, S. 78.

⁷³ Report of Stabilisation Committee, 1927, zit. Keynes J. M., Vom Gelde, S. 506.

⁷⁴ Burgess W. R., Die Reservebanken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten, 1928, S. 172.

damit die ganz bestimmte Technik der Manipulierung der Geldmenge durch die FR-Banken auf dem Kreditwege sind dabei stillschweigend als bekannt vorausgesetzt worden ⁷⁵.

Darüber, welche Absichten der Gesetzgeber mit der Ermächtigung der FR-Banken zum Kauf und Verkauf öffentlicher Schuldverschreibungen verfolgt hat, sind im Laufe der Zeit sehr verschiedene Meinungen geäußert worden. Die Ansicht, es seien damit bereits im Jahre 1913 Vorkehrungen für eine Offen-Markt-Politik getroffen worden, ist von anderer Seite als eine in keiner Weise begründete Behauptung hingestellt worden ⁷⁶. Es läßt sich lediglich anhand von Dokumenten nachweisen, daß die Methode europäischer Notenbanken, den Kreditmarkt durch Verkäufe von Regierungssicherheiten zu beeinflussen ⁷⁷, den Schöpfern des FR-Systems bekannt gewesen sein muß ⁷⁸. Wahrscheinlich hat aber die Erwägung, dem Schatzamt einen Zugang zum Notenbankkredit offenzuhalten, eine ausschlaggebende Rolle gespielt, was auch daraus hervorzugehen scheint, daß die FR Act von 1913 eine direkte Kreditgewährung der FR-Banken an die öffentliche Hand nicht ausdrücklich ausgeschlossen hat. Nach 1923 hat sich diese Befugnis bei der ständigen Verschuldung des Bundes in Form von kurz-, mittel- und langfristigen Schuldverschreibungen am offenen Markt als von größter Bedeutung für die Kreditpolitik des FR-Systems erwiesen. Insbesondere als Instrument einer expansiven Kreditpolitik hat die Offen-Markt-Politik die Diskontpolitik vollständig ersetzt. Die FR-Banken haben in Zeiten abnehmender Geschäftstätigkeit, in welchen die Handelswechseleinreichungen und die Handelswechselschaffung durch die Wirtschaft überhaupt jeweils zurückgegangen sind, nur durch Käufe von beim Publikum oder den Geschäftsbanken plazierten Regierungssicherheiten Geld in den Markt pressen können.

Die Offen-Markt-Politik des FR-Systems im Zeitabschnitt von 1923—1935 läßt sich deshalb als reine Geldmengenpolitik kennzeichnen, weil erstens der Zweck von Käufen an Regierungssicherheiten nicht in einer Finanzierung staatlicher Kreditbedürfnisse bestanden hat, und weil zweitens auf die Verwendung der auf dem Markt auf diese Weise zur Verfügung gestellten Mittel seitens der FR-Banken kein Einfluß genommen wurde — und auch gar nicht genommen werden konnte. Sie hat aber dennoch — dies folgt aus der Verwendung spezifischer Offen-Markt-Werte als Mittel dieser Politik — ein ausgesprochen qualitatives Element in sich getragen.

Aus dem Satz, daß die „Notenbanken imstande sind, das Volumen des umlaufenden Geldes zu regulieren, wenn sie das Volumen ihrer Anlagen regulieren können“ ⁷⁹, — eine Annahme, welche, soweit unter

⁷⁵ Siehe unter A., a.

⁷⁶ Harris S. E., *Twenty Years of Federal Reserve Policy*, 1933, S. 145 f., zit. Braden A., *Die offene Marktpolitik*, 1935, S. 39.

⁷⁷ Siehe unter A., a.

⁷⁸ US National Monetary Commission, 1910, *Interviews on Banking and Currency System of European Countries*, zit. Braden A., a. a. O., S. 30, 39.

⁷⁹ Keynes J. M., *Vom Gelde*, S. 480.

Geldumlauf die aktive Geldmenge verstanden wird, auf vielen Voraussetzungen beruht, — geht ebenfalls nicht hervor, daß die Notenbanken *nicht Noten gegen Deckungswerte beliebiger Form und Qualität* emittieren und an die Sicherheit ihrer Anlagen nicht nur bei der Diskont- und Lombardpolitik, sondern auch bei der Offen-Markt-Politik sogar die höchsten Ansprüche stellen. Das Qualitätskriterium der Offen-Markt-Politik besagt, daß die Notenbanken *auch* bei der Offen-Markt-Politik keineswegs jede Art von Nachfrage nach Geld befriedigen können, weil oder wenn sie dabei auf den Kauf ganz bestimmter Aktiven beschränkt sind. Um es ganz deutlich zu sagen: zwischen einer Subvention und einem Kreditgeschäft auf dem offenen Markt besteht in jedem Fall ein wesentlicher und bedeutungsvoller Unterschied.

Es bleibt darauf hinzuweisen, daß die Offen-Markt-Politik „ihrer unmittelbaren Zielsetzung nach“ nicht notwendig den Charakter einer reinen Geldmengenpolitik besitzt.

Eine Kurspflege auf dem Markt der Staatsanleihen stellt bereits eindeutig eine Einflußnahme zu Gunsten eines bestimmten Teilmarktes dar, auch wenn diese nicht nur im Interesse des Staates, sondern auch dem der Titelbesitzer liegen sollte und eine Maßnahme der allgemeinen Zinspolitik darstellt.

Darüber hinaus können die Notenbanken durch Offen-Markt-Käufe auch eine eigentliche Kreditlenkung vornehmen, deren mögliche Richtung wiederum von der Art der zulässigen Offen-Markt-Geschäfte abhängig ist. So ist eine Finanzierung längerfristiger staatlicher Kreditbedürfnisse möglich. Eine ganz andere Frage ist es, ob die Offen-Markt-Politik solchen Zwecken dienen soll oder nicht.

C. Definition der Offen-Markt-Politik

Es ist klar, daß die Notenbank bei jeder Art von Intervention „am offenen Markt“ operiert; dabei handelt es sich aber, wie gezeigt, nur bei einer ganz bestimmten Art von Intervention um eine „Offen-Markt-Politik“⁸⁰. Auf Grund der Ausführungen über Begriff und Wesen der Offen-Markt-Politik läßt sich diese in allgemeiner Weise als ein Instrument der Notenbankpolitik und die Offen-Markt-Operation als ein Notenbankgeschäft definieren, bei welchem der Rahmen derjenigen Notenbankgeschäfte, die der Gold-, Devisen-, Diskont- und Lombardpolitik zuzuordnen sind, gesprengt ist.

Dies besagt aber keineswegs, daß Gold und Devisen nicht ebenfalls Mittel einer Offen-Markt-Politik sein können. Aus verschiedenen Gründen haben öffentliche Schuldverschreibungen als Gegenstand von Offen-Markt-Geschäften in der offen-markt-politischen Praxis die weitaus größte Bedeutung erhalten. Sie sind deshalb für die Offen-Markt-Politik

⁸⁰ Es sei darauf hingewiesen, daß in dieser Arbeit auch andere, von den Quellen übernommene, Schreibarten wie: offene Marktpolitik oder Offenmarktpolitik zitiert sind.

begriffstypisch⁸¹. Beim Kauf und Verkauf von öffentlichen Schuldverschreibungen kann zwischen einer direkten und einer indirekten Offen-Markt-Politik unterschieden werden. Träger der direkten Offen-Markt-Politik können außer oder neben den Notenbanken auch andere mit kreditpolitischen Aufgaben betraute Instanzen sein.

Die wesensmäßigen Unterschiede, welche zwischen der Diskont-, Lombard-, Reserve-, Fiskalpolitik und der Politik der Krediterleichterung einerseits und der Offen-Markt-Politik andererseits bestehen, sind hervorgehoben worden.

⁸¹ Theoretische Untersuchungen über die Eignung von Obligationen und Aktien der Privatwirtschaft als Gegenstand von Offen-Markt-Geschäften der Notenbanken fehlen keineswegs und zeigen, daß Offen-Markt-Operationen auch mit Wertpapieren anderer Art denkbar sind; Müller K., Theoretische Grundlagen für die Orientierung der Zinspolitik des Bundes, 1949, S. 173, 177; Wüthrich E., La politique du marché ouvert, 1950, S. 4—11.

Offen-Markt-Politik

in schweizerischer Anschauung und Praxis

D. Die Periode von 1907—1931

a) Relevante Bestimmungen der Bundesgesetze über die Schweizerische Nationalbank und die Grundsätze der schweizerischen Notenbankpolitik in ihrem Verhältnis zu einer Offen-Markt-Politik

Nichts spricht dafür, daß in der Schweiz zur Zeit der Errichtung der Schweizerischen Nationalbank eine Offen-Markt-Politik sei es unter dieser oder einer andern Bezeichnung als Instrument der Notenbankpolitik bereits Beachtung gefunden hat. Aus der damals vorherrschenden Doktrin über Währung und Notenbanken, die auch auf die schweizerische Notenbankgesetzgebung nicht ohne Einfluß geblieben ist, haben sich denn auch keinerlei Anhaltspunkte dafür ergeben, daß es notwendig sein könnte, der Bank diese oder jene offen-markt-politischen Befugnisse einzuräumen.

1. Das Diskontgeschäft der Schweizerischen Nationalbank und die Grundsätze ihrer Diskontpolitik.

Bezeichnenderweise spricht sowohl das ursprüngliche als auch das revidierte und grundsätzlich heute noch geltende Bundesgesetz über die SNB¹ in Art. 14 Abs. 2 ausdrücklich nur vom Kauf, nicht aber auch vom Verkauf von inländischen Wechseln. Der Gesetzgeber hat in beiden Gesetzen neben einer Mindestgolddeckung der ausgegebenen Noten von 40% auf den zur Notenemission zulässigen Wechseln, deren Laufzeit 3 Monate nicht übersteigen sollte, die Unterschrift von mindestens zwei als zahlungsfähig bekannten Schuldnern verlangt und damit den Prinzipien der Sicherheit und der formellen Kurzfristigkeit des Notenbankkredites Rechnung getragen. Sowohl nach Art. 14 Abs. 2 als auch nach den ersten Dienstvorschriften über das Diskontgeschäft² waren nur solche Wechsel notenbankfähig, denen eine Handelsoperation zu Grunde lag. Nach dem Gesetz von 1905 konnten Forderungen aus dem Lombardgeschäft nicht in die Notendeckung einbezogen werden. Da eine Ver-

¹ Bundesgesetze von 1905 und 1921.

² Siehe Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 73.

quicklung von Notenbank- und Staatskredit für sehr gefährlich gehalten und überhaupt die Unabhängigkeit der Notenbank vom Staat geradezu für eine Voraussetzung einer gesunden Notenbankpolitik gehalten wurden³, sind dem Bund ursprünglich gegenüber der Privatwirtschaft keinerlei Sonderrechte zur Inanspruchnahme des Notenbankkredites eingeräumt worden.

Damit ist im Notenbankgesetz von 1905 das bankingtheoretische Postulat, wonach eine Notenemission auf dem Kreditwege nur über die Diskontierung von Handelswechseln erfolgen soll, verwirklicht worden.

Der Anwendung von vom offiziellen Satz abweichenden Sondersätzen bei der Diskontierung von Wechseln haben die gesetzlichen Vorschriften zwar ausdrücklich keineswegs entgegengestanden, sondern der Bank lediglich die öffentliche Bekanntgabe der angewandten Sätze vorgeschrieben. Diese hat die Führung verschiedener Diskontsätze aber mit der Begründung abgelehnt, daß dadurch das Erkennen des legitimen Verkehrsbedürfnisses der Wirtschaft an Geld erschwert⁴ und die währungspolitische Bedeutung des offiziellen Satzes vermindert⁵ werden würde. „Die Anwendung verschiedener Sätze hätte außerdem zu einer Scheidung des Diskontmaterials geführt, während sich die Bank gerade bemühte, Form und Qualität der notenbankfähigen Wechsel möglichst eindeutig zu halten⁶. Die Schweizerische Nationalbank hat das Argument gelten lassen, daß ihre Diskontpolitik nicht zu einer Konkurrenzierung der Geschäftsbanken durch die Notenbank führen dürfe⁷, und die Ansicht vertreten, daß sie durch die Festsetzung eines Einheitssatzes genügend in der Lage sei, eine willkürliche Preisbildung auf dem Wechselmarkt durch die Geschäftsbanken zu verhindern⁸.

Es kann erwähnt werden, daß eine Politik der Differenzierung der Diskontsätze als Mittel einer aktiven Diskontpolitik auch in andern Ländern nicht praktiziert worden ist. In deutlichem Unterschied dazu haben aber die Bank von England und die Deutsche Reichsbank vor 1914 durch sogenannte Privatsätze Diskontmaterial zur Erhöhung ihrer werbenden Anlagen an sich zu ziehen versucht, wenn sie den Kontakt mit dem Markt wegen der Flüssigkeit desselben verloren hatten und eine Herabsetzung des offiziellen Satzes aus währungspolitischen Gründen nicht in Frage kommen konnte.

Auf der anderen Seite wollte sich die Schweizerische Nationalbank an den Grundsatz halten, keine bei ihr zum Diskont eingereichten Wechsel weiterzugeben. „Die Bank betrachtet sich als die letzte Kreditinstanz des Landes und gibt deshalb ihr Portefeuille nicht weiter“⁹.

³ Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 191.

⁴ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1908.

⁵ Ackermann S., Die Funktion der schweizerischen Nationalbank, Vereinigung für gesunde Währung, Schrift Nr. 54, April 1938.

⁶ Badmann G., Kreditpolitik, HWB der Schweizerischen Volkswirtschaft, 1939, S. 30.

⁷ Jöhr A., Die Wirksamkeit der Schweizerischen Nationalbank, 1911, S. 16.

⁸ Kundert H., Was bringt uns die Schweizerische Nationalbank 1907, S. 11.

⁹ Kundert H., Was bringt uns die Schweizerische Nationalbank, 1907 S. 30.

Dieser Grundsatz läßt sich vielleicht wiederum auf die Vorstellung zurückführen, daß sich über die Nachfrage nach Krediten bei der Notenbank in Form der Einreichung von Handelswechseln zum Diskont ein „legitimer Verkehrsbedarf“ der Wirtschaft an Geld äußere. Danach erscheint es tatsächlich als widersinnig, wenn die Notenbank ihre Kreditgewährung durch Rückdiskontierung der Wechsel von sich aus wieder rückgängig zu machen sucht. Dagegen muten Argumente, wie sie die Deutsche Reichsbank vor 1914 unter Umständen, die eine Rückdiskontierung von Handelswechseln durchaus wünschenswert haben erscheinen lassen, gegen eine solche ins Feld geführt hat, doch recht eigenartig an. Die Einwände, daß die Weitergabe von Handelswechseln an den offenen Markt international kritisiert werden¹⁰ und eine Blamage vor der ganzen Welt bedeuten¹¹ würde, können nicht darüber hinwegtäuschen, daß die Reichsbank auf die betreffenden Erträgnisse aus dem Diskontgeschäft nicht hat verzichten wollen. In den Jahren 1924/25 hat sie dann aber doch Offen-Markt-Operationen dieser Art durchgeführt¹². Es ist dies aber der einzige bekannte Fall in der Praxis der Zentralnotenbanken aller Länder.

Bereits das Jahr 1911 hat in der Schweiz die Abkehr vom Grundsatz mit sich gebracht, daß die bankmäßige Deckung der Noten ausschließlich in Handelswechseln bestehen müsse¹³. In einer Gesetzesnovelle¹⁴ wurde die Schweizerische Nationalbank zur Diskontierung von innert drei Monaten fälligen Obligationsanleihen des Bundes unter Einbeziehung dieser Papiere in die Notendeckung ermächtigt. Dazu sollten nach einem Gutachten des Bankdirektoriums¹⁵ auch Schatzwechsel¹⁶ gehören.

Zu dieser Gesetzesrevision hat „vorwiegend der Gesichtspunkt geführt, der Bank eine bessere Rentabilität zu sichern“¹⁷. Außerdem sollte die Bundesverwaltung in die Lage versetzt werden, zum Zwecke der Befriedigung vorübergehender Kassabedürfnisse den Notenbankkredit in Anspruch zu nehmen und darin nicht auf den Kredit der Geschäftsbanken angewiesen sein¹⁸. Von der Bankleitung wurde die Befugnis zur direkten Diskontierung von Schatzwechseln des Bundes aber nicht als Ermächtigung zur Gewährung ständiger Vorschüsse an den

¹⁰ Zit. Somary F., Bankpolitik, 1930, S. 137.

¹¹ Bericht der Kommission für die Deutsche Bankenenquête 1908, zit. Plenge J., Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, 1913, S. 384.

¹² Siehe Schmitt A., Kreditpolitik und Konjunkturpolitik, 1932, S. 135; Bopp K., Die Politik der Deutschen Reichsbank seit der Stabilisierung, Weltwirtschaftliches Archiv, 42. Bd., 1935, S. 476.

¹³ Eine weitere Durchbrechung dieses Prinzips erfolgte im Jahre 1918, in welchem durch BRB vom 15. Juni die aus der Belehnung bestimmter Wertpapiere (siehe Einleitung, Anmerkung 64) hervorgegangenen Lombardforderungen deckungsfähig erklärt wurden. Art. 19 BG SNB von 1921.

¹⁴ Siehe Botschaft des Bundesrates vom 11. April 1911.

¹⁵ Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 84.

¹⁶ Siehe unter A., b.

¹⁷ Jöhr A., Die Wirksamkeit der Schweizerischen Nationalbank, 1911, S. 29.

¹⁸ Schatzwechsel des Bundes mußten keine zweite Unterschrift tragen; für Schatzwechsel der Kantone und Gemeinden wurde diese Erfordernis jedoch aufrechterhalten.

Bund ausgelegt. Sie hielt lediglich Kredite für tragbar, deren zeitgerechte Abtragung durch Steuereingänge oder Anleihsenerlöse gesichert war¹⁹. Die dem Bund diskontierten Schatzwechsel sollten somit genau wie Handelswechsel den Charakter einer sich selbst innert kurzer Frist liquidierenden Forderung besitzen. Eine andere Bedeutung ist dieser Gesetzesrevision damals weder vom Gesetzgeber noch von der Notenbank gegeben worden.

Die Diskontierung der genannten Wertpapiere nach den aufgezeigten Grundsätzen stellt seither das ordentliche Diskontgeschäft der Schweizerischen Nationalbank dar.

2. Das Wertschriftengeschäft der Schweizerischen Nationalbank und die Grundzüge seiner Führung.

Das Notenbankgesetz von 1905 gestattete der Schweizerischen Nationalbank den Erwerb (und folglich auch den Verkauf) von „leicht realisierbaren“ Inhaberschuldverschreibungen (unter welchen der Gesetzestext Obligationen des Bundes ausdrücklich nannte) zur „vorübergehenden Anlage von Geldern“. Während einerseits Beschränkungen hinsichtlich der Laufzeit dieser Papiere nicht bestanden, war andererseits eine Aufnahme derselben in die Notendeckung ausgeschlossen. Der Bank wurde lediglich, aber ausdrücklich die Befugnis zur Anlage eigener Mittel²⁰ im Wertschriftengeschäft zugestanden, das ein ausgesprochenes Nebengeschäft sein sollte²¹.

Der Gesetzgeber hat nicht im entferntesten daran gedacht, der Schweizerischen Nationalbank damit eine beschränkte Möglichkeit zu einer Offen-Markt-Politik zu geben. Die Bank ihrerseits hat sich bei ihrer Anlagepolitik von privatwirtschaftlichen Ertragsgesichtspunkten leiten lassen, wozu sich die Bankleitung im Interesse einer Sicherstellung des Betriebsergebnisses sogar für gezwungen gehalten hat²². Typischerweise hat sie, dies nicht nur im betrachteten Zeitabschnitt, sondern auch nachher einmal gekaufte Wertschriften nicht wieder verkauft, sondern bis zu Verfall und Einlösung im Portefeuille behalten.

Bis zum Jahre 1911 stand das Wertschriftengeschäft der Bank ohnehin in ungleicher Konkurrenz mit dem höhere Erträge abwerfenden Lombardgeschäft, für welches sie bis zur Gesetzesnovelle aus diesem Jahre ebenfalls nur eigene Mittel einsetzen konnte. Die damals erfolgte Streichung von Art. 21 des Gesetzes von 1905, der die Bank zur Deckung ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten durch Handelswechsel oder Gold verpflichtet hatte, und vor allem die Gesetzesrevision von 1918²³ waren dann aber geeignet, Mittel für das Wertschriftengeschäft freizusetzen.

¹⁹ Schneeбели, Denkschrift SNB, S. 85; ebenso: Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938.

²⁰ Nach Art. 27 des BG. SNB. von 1921 sind dies neben dem Grundkapital der Bank die freien Reserven, die als Betriebsmittel verwendet werden können.

²¹ Schneeбели, Denkschrift SNB, S. 310.

²² Schneeбели, Denkschrift SNB, S. 312; siehe unter E., h.

²³ Siehe Anmerkung 13.

Die Bank hat jedoch von sich aus keinerlei Absichten gezeigt, dieses zu einem Instrument der Kreditpolitik auszubauen. In Art. 14 Abs. 7 wurden die diesbezüglichen Bestimmungen unverändert in das revidierte Notenbankgesetz von 1921 übernommen. Ebenso unterblieb eine Revision der notenbankgesetzlichen Bestimmungen über die Bildung von Reserven²⁴, welche solchen Absichten entsprochen hätte.

Erst in der Mitte der Zwanzigerjahre ist von anderer Seite einmal die Frage aufgeworfen worden, „ob dem Wertschriftengeschäft der Schweizerischen Nationalbank als Instrument einer Regulierung des Kreditmarktes nicht mehr Beachtung geschenkt werden sollte, auch wenn die zur Verfügung stehenden Mittel verhältnismäßig gering seien“²⁵. Dazu hat die Bank erstmals im Jahre 1935 Stellung genommen²⁶.

3. Das Depotgeschäft der Schweizerischen Nationalbank

Nach Art. 14 Abs. 10 des Notenbankgesetzes sollte der Schweizerischen Nationalbank die „Annahme und Verwaltung“ von Wertschriften erlaubt sein. Diese ursprüngliche und erst durch die Gesetzesnovelle von 1911²⁷ in diesem Sinne ergänzte Umschreibung nannte den zum Wesen der Titelverwaltung gehörenden An- und Verkauf von Wertschriften für Rechnung Dritter nicht besonders. Einer Entwicklung des Depotgeschäftes für die Privatwirtschaft stand von vorneherein der Umstand entgegen, daß die Bank auf Grund von Art. 14 Abs. 5 nur dem Bund, nicht aber auch privaten Kunden für den gutgeschriebenen Gegenwert von eingelösten Wertschriften oder Coupons Zinsen vergüten durfte.

Im Jahre 1912 übernahm die Schweizerische Nationalbank die Aufgabe der Verwaltung von Wertschriften des Bundes, welcher dann durch Art. 9 des Anlagegesetzes von 1928²⁸ sogar angehalten wurde, dieser außer seinen eigenen auch die gesamten (größtenteils aus Bundestiteln bestehenden) Wertschriftenanlagen der eidgenössischen Spezialfonds zur Aufbewahrung im offenen Depot und zur Verwaltung zu übergeben. Die Trennung zwischen Staatskredit und Notenbankkredit blieb dabei vollständig aufrechterhalten. Art. 14 Abs. 5 des Notenbankgesetzes schloß eine Mitwirkung der Schweizerischen Nationalbank an Emissions- oder Konversionsoperationen des Bundes durch direkte Übernahme von Anleihen sogar ausdrücklich aus.

Die Bestimmungen des Art. 14 Abs. 10 sind keinesfalls bewußt zu dem Zwecke in das Notenbankgesetz aufgenommen worden, um der Schweizerischen Nationalbank die Möglichkeit zu einer Offen-Markt-Politik zu geben. Der Grund, aus welchem diese dann vom Bund mit der genannten Aufgabe betraut worden ist, hat im Interesse der eidgenössischen Finanzverwaltung an einer fachmännischen und zentralisierten Verwaltung der bundeseigenen Wertschriften gelegen, die nach Art. 15 Abs. 2 des Notenbankgesetzes überdies kostenlos zu erfolgen hatte.

²⁴ Siehe unter D., a., 4.

²⁵ Schwegler W., Die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank, 1927, S. 337.

²⁶ Siehe unter E., e.

²⁷ Siehe Botschaft des Bundesrates vom 11. April 1911.

²⁸ BG über die Anlage von Staatsgeldern und Spezialfonds vom 28. Juni 1928.

Marktpolitische Zielsetzungen waren aber der an Ertragsgesichtspunkten orientierten Anlagepolitik des Bundes völlig fremd.

Anlässlich der Beratungen über das Anlagegesetz wies Bundesrat Musy unter Anspielung auf die durch eine Vermögensabgabe-Initiative im Jahre 1922 verursachten schweren, aber nur vorübergehenden Kurseinbrüche der Bundestitel, jedoch auf die Wünschbarkeit einer Kurspflege auf dem Markt dieser Papiere hin. „La faculté d'acheter et de revendre des titres sur le marché est un moyen que la Confédération doit pouvoir utiliser. Si nous avons des disponibilités liquides on pourrait consacrer immédiatement un certain nombre de millions au rachat des titres de la Confédération. Cette possibilité est intéressante non pas dans un but de speculation, mais en prévision du jour où par une raison ou une autre, nos titres fléchiraient. Nous pourrions alors en acheter un certain nombre et cela aurait comme conséquence un redressement que nous devons désirer, parce qu'il serait favorable au crédit de la Confédération“²⁹.

Da der Bund sich der Schweizerischen Nationalbank gegenüber in einer im Jahre 1926 auch in vertraglicher Form niedergelegten Vereinbarung³⁰ verpflichtet hatte, alle seine Käufe und Verkäufe börsenfähiger Wertpapiere durch die Bank selbst besorgen zu lassen³¹, wäre die Durchführung von Operationen dieser Art mit Mitteln des Bundes in der Zukunft ebenfalls in deren Tätigkeitsbereich gefallen. Über diese formelle Mitwirkung hinaus kam die Schweizerische Nationalbank auch dabei als Beraterin des Bundes in Frage.

Es ist damals aber nicht für notwendig gehalten worden, die Voraussetzungen für eine systematische Kurspflege auf dem Markt der Bundesanleihen zu schaffen. Dazu hätte die Bildung eines besonderen, ständig verfügbaren und aus Frankenmitteln bestehenden Kursstützungsfonds durch den Bund oder aber durch die Bank selbst gehört, da bei der „neuen Zentralnotenbank“ eine Einbeziehung langfristiger Wertpapiere in die Notendeckung nach damaliger Auffassung überhaupt nicht in Frage kommen konnte.

4. Die gesetzlichen Bestimmungen über die Äufnung von Reserven durch die Schweizerische Nationalbank.

Die Lösung, welche die Frage der Äufnung von Reserven durch die Schweizerische Nationalbank im Notenbankgesetz fand, hat einer Offen-Markt-Politik der Bank in keiner Weise Rechnung getragen und bringt

²⁹ Stenographisches Bulletin, Ständerat, Frühjahrssession 1928, S. 4.

³⁰ Vereinbarung zwischen der Schweizerischen Nationalbank und dem Eidgenössischen Finanzdepartement betreffend bankgeschäftliche und finanzwirtschaftliche Beziehungen zwischen Bank und Bundesverwaltung vom 17. Februar 1926.

³¹ Einem Auftreten der SNB an der Börse standen keine Bestimmungen des Notenbankgesetzes entgegen. Zur Ausführung der Ankaufs- und Verkaufsaufträge des Bundes konnte sich diese je nach den Vorschriften der kantonalen Börsengesetze der Vermittlung der Börsenmitglieder bedienen oder selbst an den Börsensitzungen teilnehmen.

deutlich zum Ausdruck, daß derartige Fragen damals keinerlei Beachtung erfahren haben. Die Zuweisungen an den aus dem Reingewinn gespeisten Reservefonds sollten nach Art. 27 des Notenbankgesetzes ausschließlich der Deckung allfälliger Verluste am Grundkapital der Bank dienen, wobei die Wahrscheinlichkeit des Eintretens von Verlusten bei dem beschränkten Geschäftskreis und der Art der zulässigen Notenbankgeschäfte für gering³² und größere Reserven dementsprechend für überflüssig³³ gehalten wurden. Nach dem Gesetz von 1905 war die jährliche Dotierung der Reserven, welche 30% des einbezahlten Grundkapitals nie überschreiten sollten, auf eine halbe Million Schweizerfranken limitiert. Das Gesetz von 1921 ließ diese Vorschriften allerdings fallen. Es bestimmte dennoch in Art. 28, daß die jährliche Reservendotierung höchstens 10% des Reinertrages, in keinem Fall aber mehr als 2% des einbezahlten Grundkapitals betragen dürfe. Diese Abhängigkeit der ordentlichen Reservestellung von der Höhe des Reingewinnes und der Höhe des einbezahlten Grundkapitals hat dazu geführt, daß „sich im Laufe der Zeit ein immer stärker werdendes Mißverhältnis zwischen Reserven und Geschäftsumfang der Schweizerischen Nationalbank gebildet hat“³⁴. Im Jahre 1952 hat der Reservefonds der Bank bei einer Bilanzsumme von 6 797 Mill. Fr. nur 21 Mill. Fr. betragen.

Die verhältnismäßig geringen Reserven haben keinen Ausbau des Wertschriftengeschäftes der Bank zu einer Offen-Markt-Politik zugelassen und einen solchen geradezu verhindert³⁵.

Für eine Offen-Markt-Politik kommt ausreichenden Reserven der Notenbank aber auch unabhängig von der Frage, ob die Offen-Markt-Werte zur Notendeckung zugelassen sind oder nicht, größere Bedeutung zu. Dies folgt daraus, daß Offen-Markt-Operationen je nach ihrer Form mit Rückdiskontierungs- oder Kursverlusten verbunden sein können oder die Aufbringung von Kosten erfordern, die mit der Emission von Sterilisierungsanleihen verbunden sind. Da die Höhe der jeweiligen Betriebsergebnisse unbestimmt und damit die Möglichkeit zur Belastung der laufenden Gewinn- und Verlustrechnung mit solchen Posten ungewiß ist, erscheint die Bildung besonderer freier Reserven, welche der Deckung dieser Risiken dienen, als unerläßliche Voraussetzung für eine Offen-Markt-Politik.

Es kann die an anderer Stelle begründete Vermutung ausgesprochen werden, daß das Fehlen dieser Voraussetzung in der Schweiz nicht ohne Einfluß auf die spätere Haltung der Schweizerischen Nationalbank gegenüber einer Offen-Markt-Politik geblieben ist³⁶.

³² Stenographisches Bulletin, Ständerat, Sommersession 1920, S. 214.

³³ BBl. 1949 I, Nr. 20, S. 962.

³⁴ BBl. 1949 I, Nr. 20, S. 961.

³⁵ Siehe unter E., e.

³⁶ Siehe E., d.; E., g.; E. k.; E., n.; F., m.

b) Die Offen-Markt-Politik als Gegenstand verschiedener Anregungen und Forderungen

1. Offen-Markt-Operationen zur Kursstützung auf dem Markt der Bundesanleihen.

Es ist an anderer Stelle darauf hingewiesen worden³⁷, von welcher Seite in der Schweiz erstmals die Wünschbarkeit einer Stützung der Kurse der Bundesanleihen durch Offen-Markt-Operationen angedeutet worden ist. Aus den Ausführungen von Bundesrat Musy geht jedoch hervor, daß nur an Operationen unter ganz bestimmten Umständen und mit sehr beschränkter Zielsetzung gedacht worden ist. Die Erwägung, daß der Bund dabei Kursgewinne erzielen könne, dürfte noch eine ausschlaggebende Rolle für die Befürwortung derartiger Interventionen gespielt haben. Eine gesamtwirtschaftliche Bedeutung wurde diesen noch nicht zugeschrieben.

Von 1928 bis zum Ende des hier betrachteten Zeitabschnittes ist dazu nicht mehr Stellung genommen worden.

2. Offen-Markt-Politik in Form des Kaufes und Verkaufes öffentlicher Schuldverschreibungen mit konjunkturpolitischen Zielsetzungen.

Die Aufrechterhaltung eines stabilen Preisniveaus, die mit einer Beseitigung der Konjunkturschwankungen (und neuerdings mit einer Aufrechterhaltung der Vollbeschäftigung) identifiziert wird, bildet seit Beginn des ersten Weltkrieges ein Postulat des schweizerischen Freigeldbundes³⁸, welcher bis in die neueste Zeit keine Gelegenheit versäumt hat, um dieses immer wieder von neuem vorzutragen und der mehrere erfolglose Versuche unternommen hat, seinen Anschauungen über Geld und Währung in der Schweiz Eingang zu verschaffen. Die geforderte Stabilität des Preisniveaus kann nach Auffassung der Freigeldler durch eine an einem Preisindex orientierte Geldmengenpolitik, flexible Wechselkurse und einen durch Wertschwund herbeigeführten Umlaufzwang des Geldes verwirklicht werden.

Die Unhaltbarkeit der oben genannten, durch Erfahrung und Theorie oft und überzeugend widerlegten zentralen These der Freigeldler wird in anderem Zusammenhang noch mehrfach deutlich werden.

Tatsache ist, daß von Freigeldseite in der Schweiz schon *sehr früh* eine Offen-Markt-Politik mit konjunkturpolitischen Zielsetzungen zur Diskussion gestellt worden ist.

So wurde bereits im Jahre 1915' in einer von einem Vertreter des Freigeldbundes verfaßten Denkschrift zuhanden des eidgenössischen Finanzdepartementes deutlich auf eine solche hingewiesen³⁹.

Auch die Schweizerische Nationalbank, heißt es darin, habe ihrerseits diejenigen Maßnahmen zu ergreifen, durch welche eine Stabilität

³⁷ Siehe unter D., a., 3.

³⁸ Später Liberalsozialistische Partei der Schweiz.

³⁹ Zit. Christen T., Die absolute Währung des Geldes, 1915, S. 12 f.

des Preisniveaus gewährleistet werden könne. Zu diesem Zwecke habe sie bei einer Preisbaisse Schuldverschreibungen des Staates auf dem Markt zu kaufen und bei einer Preishausse wieder zu verkaufen.

Es sei zwar zuzugeben, wird dann bemerkenswerterweise festgestellt, daß durch diese Maßnahme allein die Kaufkraft des Geldes nicht stabil gehalten werden könne, weil die Notenbank durch den Kauf und Verkauf von Wertpapieren keinen Einfluß auf die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nehmen könne; dennoch sei damit ein erster und wichtiger Schritt getan und eine Abschwächung der Konjunkturschwankungen bereits möglich.

Auf Grund folgender Argumentation wurde sodann das Postulat einer Verstaatlichung der Schweizerischen Nationalbank erhoben. Da bei einer Preishausse (Hochkonjunktur) die festverzinslichen Titel häufig von ihren Besitzern abgestoßen und umgekehrt bei einer Preisbaisse (Depression) eine gesuchte Anlage darstellen würden, was sich in entsprechenden Kurseinbußen und Kurssteigerungen äußere, so werde die Notenbank bei dieser Politik allerdings Verluste erleiden. Da es jedoch darum gehe, die Schwankungen der Konjunktur zu bekämpfen, dürfe dies keine Rolle spielen. Die Schweizerische Nationalbank als private Aktiengesellschaft sei für Geschäfte dieser Art aber nicht zu haben. Sie müsse deshalb verstaatlicht werden.

Der Verfasser dieser Denkschrift lud darin die Behörden ein, diese Fragen einer eingehenden Prüfung zu unterziehen.

In seiner Antwort stellte der Bundesrat fest, daß Konjunkturschwankungen und Krisen sehr viel kompliziertere Ursachen hätten als Veränderungen des Geldwertes und daß auch ein stabiler Geldwert diese nicht zu beseitigen vermöge. Er machte außerdem geltend, daß sich die Schweiz als kleines und auf den internationalen Handel angewiesenes Land auf währungspolitischem Gebiet nicht von den übrigen Ländern isolieren und in Experimente stürzen könne⁴⁰. Auch die Schweizerische Nationalbank hat sich zu verschiedenen Malen gegen die Einführung einer Indexwährung ausgesprochen⁴¹, die zum Goldstandard in Form eines festen und gesetzlich festgelegten Austauschverhältnisses zwischen dem Schweizerfranken und dem Gold, dessen Verwirklichung damals ja gerade das Ziel der offiziellen schweizerischen Währungspolitik war, in völligem Widerspruch stand. Sie hat sich im betrachteten Zeitabschnitt und im Rahmen dieser Stellungnahmen aber zu der Frage des Kaufes und Verkaufes öffentlicher Schuldverschreibungen zum Zwecke einer Manipulierung der Geldmenge nicht ein einziges Mal und sei es auch nur andeutungsweise geäußert.

Dies muß überraschen, weil die Bank in den Jahren 1915—1924 eine ausgesprochene Offen-Markt-Politik in Form des Kaufs und Verkaufs solcher Wertpapiere betrieben hat. Es scheint, daß die Bank-

⁴⁰ Zit. Schwarz F., Vorwärts zur festen Kaufkraft des Geldes, 1931, S. 25.

⁴¹ Siehe Protokoll der Eidgenössischen Währungskonferenz vom Februar 1923; Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1927.

leitung die trotz aller wesentlichen Unterschiede bestehenden Zusammenhänge zwischen der von den Freigeldlern geforderten Offen-Markt-Politik und ihrer eigenen Praxis gar nicht erkannt hat.

*c) Offenmarktpolitische Praxis der Schweizerischen Nationalbank:
Die Diskontierung und Rückdiskontierung von Reskriptionen
des Bundes in der Kriegs- und Nachkriegszeit*

Von 1911 bis zum Jahre 1914 hat die Diskontierung von Schatzwechseln des Bundes den Rahmen des ordentlichen Diskontgeschäftes der Schweizerischen Nationalbank nicht gesprengt. Der Bund hat den Notenbankkredit überhaupt nicht in nennenswertem Umfang in Anspruch genommen. Eine schwebende Bundesschuld in Form von direkt am offenen Markt placierten Schatzwechseln, welche Anlaß zu Einreichungen von Seiten des Marktes hätte geben können, hat nicht bestanden.

Nach Ausbruch des ersten Weltkrieges nahm jedoch der Bund mittels Schatzwechseleinreichungen den Kredit der Schweizerischen Nationalbank in ständig steigendem Umfang und dauernd in Anspruch und hielt diese Art der Befriedigung von Geldbedürfnissen bei angespannter Lage des schweizerischen Kapitalmarktes nicht nur während des ganzen Krieges, sondern auch in der Nachkriegszeit vorerst bei ⁴².

Die Notenbank gewährte dem Bund damit faktisch langfristige Kredite. Die Erwägungen, von welchen sich diese dabei leiten ließ, rechtfertigen die Kennzeichnung dieser Praxis als „indirekte Offen-Markt-Politik“. Waren es unmittelbar nach Kriegsausbruch eine durch dieses Ereignis hervorgerufene kritische Lage auf dem schweizerischen Kreditmarkt, durch welche sich die Inanspruchnahme des Notenbankkredites durch den Bund bei plötzlich stark gestiegenen außerordentlichen Geldbedürfnissen desselben von selbst aufdrängte, so erklärt sich das Interesse der Schweizerischen Nationalbank daran, daß der Bund die Gesamtheit seiner Reskriptionen nicht direkt am offenen Markt, sondern ausschließlich bei ihr zum Diskont einreiche, in den folgenden Jahren aus ihrer Absicht zur Aufrechterhaltung der Flüssigkeit des Geldmarktes, welche sich bereits im Jahre 1915 wieder eingestellt hatte ⁴³. Ertragsgesichtspunkte der Bank scheinen für diese Regelung also nicht maßgebend gewesen zu sein.

Bei der starken Schrumpfung des Handelswechselvolumens nach Kriegsausbruch und bei den unter diesen Umständen bis zur Gesetzesrevision von 1918 ⁴⁴ beschränkten Möglichkeiten der Notenbank zur Kreditgewährung an die Privatwirtschaft stellte die Diskontierung von Schatzwechseln des Bundes ein Mittel dazu dar, dem Markt Zahlungs-

⁴² Siehe Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 82, 84, 128, 191; Welti R., Die kurzfristigen Vorschüsse der Schweizerischen Nationalbank an den Bund während des Weltkrieges und in der Nachkriegszeit, 1931.

⁴³ Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 139, 192, 339; Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

⁴⁴ Siehe Anmerkung 13.

mittel zur Verfügung zu stellen. Bei der mit Kriegsausbruch eingetretenen „Nationalisierung“ des schweizerischen Geldmarktes war die Schweizerische Nationalbank in der Lage, eine „autonome“ Kreditpolitik zu betreiben.

Im Jahre 1915 gab die Schweizerische Nationalbank entgegen ihrem Grundsatz erstmals Schatzwechsel an den offenen Markt weiter⁴⁵. Diese Änderung in der Haltung der Bank darf jedoch, zumindest ursprünglich nicht auf die Absicht der Bank zurückgeführt werden, dem Markt dadurch wieder Mittel zu entziehen. Durch die Weitergabe solcher Wechsel an die Geschäftsbanken beabsichtigte diese lediglich, ihr Portefeuille von Papieren, die sie wegen ihres Finanzwechselcharakters nicht für eigentlich notenbankfähig hielt, zu entlasten⁴⁶ und ihre Liquidität zu verbessern. Letzteres geht daraus hervor, daß die Bank diese Wechselrückdiskontierungen als ein untaugliches Mittel zur Erreichung eines günstigeren Deckungsverhältnisses bezeichnet hat, „da sie nur zu einer Verminderung der Giro Guthaben des Marktes, aber nicht zu einer Verkleinerung des Notenumlaufes führen würden“⁴⁷. Für eine restriktive Offen-Markt-Politik ist dies aber völlig irrelevant.

Daraus, daß die Schweizerische Nationalbank, welcher damals daran gelegen war, nichts zu tun, was zu einer Erhöhung der Zinssätze hätte führen können⁴⁸, in den folgenden Jahren eine weitgehende Zurückhaltung in der Weitergabe von Wechseln geübt hat⁴⁹, scheint doch hervorzugehen, daß sie die marktverknappende Wirkung solcher Operationen erkannt hat. Die Rückdiskontierungen erfolgten außerdem zu einem den Marktsatz nur wenig übersteigenden Satz⁵⁰, „weil einem Verkauf der Schatzwechsel zum offiziellen Satz die Befürchtung einer allgemeinen Zinserhöhung entgegenstand“⁵¹. Rentabilitätsabwägungen dürften dabei keine Rolle gespielt haben. Auch die Rückdiskontierungen stellten nämlich für die Bank kein eigentliches Verlustgeschäft dar, sondern erforderten von ihr lediglich den Verzicht auf einen Teil der Erträge aus der Diskontierung der weitergegebenen Wechsel. Dies aus dem Grunde, weil der offizielle Satz, zu welchem die Bank die Schatzwechsel des Bundes diskontierte, den Marktsatz während des Krieges immer und zeitweise sogar beträchtlich überstiegen hat⁵². In Anbetracht dessen, daß die Schweizerische Nationalbank im Jahre 1923 bereits auf eine langjährige Praxis in der Rückdiskontierung von Wechseln hat blicken können, ist eine Äußerung an der eidgenössischen Währungskonferenz, an welcher dem Freigeldbund Gelegenheit gegeben werden

45 Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1915.

46 Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 193.

47 Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 144.

48 Kellenberger E., Die offizielle Währungspolitik der Schweiz, Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1937, S. 312.

49 Von 1915—1922 hat die Bank nie mehr als 50 % der bei ihr vom Bund diskontierten Wechsel an den Markt weitergegeben.

50 Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 206.

51 Ebenda.

52 Die Schweizerische Nationalbank hat dem Bund aus freier Entschließung Rückvergütungen auf der Basis dieser Differenzen gewährt, Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 194.

sollte, zu seinem Postulat der Einführung einer Indexwährung in der Schweiz Stellung zu nehmen, doch wieder sehr merkwürdig und scheint dafür zu sprechen, daß die Bankleitung mit Gedankengängen dieser Art noch sehr wenig vertraut gewesen ist. Als in der Diskussion von Freigeldseite die Forderung erhoben wurde, die Notenbank habe die Geldmenge unter Umständen von sich aus einzuschränken, erwiderte der Vertreter der Schweizerischen Nationalbank, „es sei unvorstellbar, wie diese die Geldmenge vermindern könne, wenn sie keine Wechsel besitze, die gerade fällig seien“⁵³.

Als die Verschuldung des Bundes bei der Notenbank nach Kriegsende bei anhaltend verknapptem Kapitalmarkt weiter zunahm und dieser den Notenbankkredit auch zur Deckung ordentlicher Staatsausgaben heranzuziehen begann, setzte eine Kritik dieser „Politik des billigen Geldes“ ein. Auf die kontroverse Frage, inwieweit dadurch die Nachkriegsteuerung in der Schweiz gefördert worden ist, braucht nicht eingegangen zu werden⁵⁴. Es soll lediglich darauf hingewiesen werden, daß die Diskontierung von Schatzwechseln durch die Notenbank *an sich* damals noch häufig mit Inflation gleichgesetzt worden ist⁵⁵. Eine entscheidende Wendung in der Politik der Schweizerischen Nationalbank trat erst im Jahre 1924 ein. Dieser ist eine Diskussion vorausgegangen, deren Gegenstand Offen-Markt-Operationen mit währungspolitischen Zielsetzungen gewesen sind und die hier kurz dargestellt werden soll, weil sie an sich von Interesse ist und zu der im folgenden Abschnitt angestellten Betrachtung überleitet.

Die Flüssigkeit des schweizerischen Geldmarktes, welche in den Kriegsjahren unter anderem eine Folge des Abbruchs der internationalen Handelsbeziehungen gewesen war und die sich im Zusammenhang mit der Nachkriegskonjunktur nur vorübergehend etwas vermindert hatte, vergrößerte sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1921 mit der einsetzenden Wirtschaftskrise erneut. Ein Rückfluß von Mitteln zur Notenbank fand nicht statt, weil die Privatwirtschaft bei dieser nicht verschuldet war.

Nachdem der Schweizerfranken im Frühjahr 1922 den Wünschen der Schweizerischen Nationalbank entsprechend zur Parität mit dem Dollar zurückgekehrt war, begann er in der Mitte des gleichen Jahres im Gefolge von Kapitalbewegungen von der Schweiz ins Ausland erneut abzusinken⁵⁶. Die Ursache dieser Verschlechterung des Wechselkurses lag nun nach Ansicht bestimmter Kreise in der zu großen Flüssigkeit des schweizerischen Geldmarktes⁵⁷. Die im Vergleich zum Ausland zu niedrigen Marktsätze waren danach unerwünscht, weil sie bei der nach 1920

53 Votum Bachmann G., S. 56 des stenographischen Protokolls der eidgenössischen Währungskonferenz vom Februar 1923.

54 Vgl. dazu: Schneebeili, Denkschrift SNB, S. 152 f.; Ramstein A., Das Verhältnis der Notenbanken zur Kriegsfinanzierung, 1923, S. 97 f.; Welti R., a. a. O. S. 91 f.

55 Siehe Schweizerischer Bankverein, Bulletin März 1918; Jaberg P., Die Währungsfrage und die lateinische Münzunion, 1920.

56 Siehe Jahresbericht der SNB für das Jahr 1923, S. 12.

57 Kellenberger E., Kapitalexport und Zahlungsbilanz, 1939, 1. Bd., S. 159.

wieder auflebenden internationalen Solidarität der Geldmächte Anlaß zu zinsinduzierten Kapitalabflüssen aus der Schweiz gaben, welche den Wechselkurs ungünstig beeinflussten.

Es wäre zweckmäßig, stellte das eidgenössische Finanzdepartement in im Jahre 1923 veröffentlichten Richtlinien für den Kapitalexport fest, dem Markt im Inland selbst die fehlenden Anlagemöglichkeiten zu schaffen. Diese Feststellung wurde damals in der Presse als „sehr theoretisch“ bezeichnet und interessanterweise mit dem Kommentar versehen, „daß es nicht denkbar sei, wie dies geschehen könne, weil weder die Schweizerische Nationalbank noch der Bund künstlich ein Bedürfnis nach Geld erzeugen könnten“⁵⁸. Im Hinblick auf die nach wie vor geübte Zurückhaltung der Schweizerischen Nationalbank in der Weitergabe von Reskriptionen an den offenen Markt wurde dagegen von anderer Seite ein scheinbar naheliegendes Mittel zur Abhilfe empfohlen. Die Notenbank, wurde vorgeschlagen⁵⁹, habe ihren gesamten Bestand an Schatzwechseln an den Markt abzustoßen, wobei nötigenfalls auch die Rückdiskontierung derjenigen Schatzwechsel in Erwägung zu ziehen sei, welche sie seit 1921 aus der Übernahme von Silbermünzen der lateinischen Münzunion⁶⁰ besitze. Dafür habe der Bund die Notenbank gegebenenfalls zu entschädigen⁶¹. Durch diese Operationen sollte eine Versteifung des Marktes herbeigeführt und die beträchtliche Spanne zwischen dem offiziellen Diskontsatz und den Sätzen des offenen Marktes beseitigt oder zumindest verkleinert werden.

Tatsächlich wurde das eidgenössische Finanzdepartement in diesem Sinne bei der Bank vorstellig. Überraschenderweise lehnte diese aber eine vermehrte Weitergabe von Schatzwechseln ab, was unter anderem damit erklärt werden könnte, daß die Bankleitung über die Ursache der Kapitalabzüge zunächst im Zweifel gewesen ist⁶² oder die tiefen Marktsätze hat aufrechterhalten wollen.

Als die Bank dann im folgenden Jahre bei anhaltender Unterparität des Schweizerfranken plötzlich ihrerseits auf einen Abbau ihres Reskriptionenportefeuilles drängte, verlangte sie, daß dies in Form der Tilgung der Notenbankschuld durch den Bund zu geschehen habe.

Man kann die Auffassung vertreten, daß eine Unterbringung der Schatzwechsel am Markt unter den damaligen Umständen gegenüber einer Fundierungsaktion Vorteile besessen hätte. So wäre dadurch nicht nur das Portefeuille der Bank in gleicher Weise entlastet worden, sondern es hätten dem Geldmarkt unter Einschränkung des Notenbankkredites und unter Schonung des Kapitalmarktes *sofort* und in zweckmäßig erscheinender Dosierung Mittel entzogen werden können. Aus

⁵⁸ Zit. Kellenberger E., Kapitalexport und Zahlungsbilanz, 1939, 1. Bd. S. 146.

⁵⁹ Vorschlag Kellenberger, zit. ebenda S. 160, 176.

⁶⁰ Siehe Jahresbericht der SNB für das Jahr 1921.

⁶¹ Die Rückdiskontierung dieser R. hätte für die SNB ein Verlustgeschäft dargestellt, weil deren Übernahme durch die Bank ohne Zinsvergütung von Seiten des Bundes erfolgt war.

⁶² Die Vermögensabgabe-Initiative aus dem Jahre 1922 hat eine eigentliche Kapitalflucht zur Folge gehabt.

der Kritik, die verschiedene Geschäftsbanken⁶³ an der Haltung der Schweizerischen Nationalbank geübt haben, geht jedenfalls hervor, daß der Markt zur Aufnahme der Papiere durchaus bereit gewesen ist und in ihnen sogar eine erwünschte Anlagemöglichkeit gesehen hat.

Die Schweizerische Nationalbank hat sich damals aber von ganz anderen Erwägungen leiten lassen. „Die Bank hielt den Zeitpunkt für die Rückkehr zu den diskontpolitischen Grundsätzen der Vorkriegszeit für gekommen, welche sie nur unter dem Zwang der Kriegsverhältnisse aufgegeben hatte“⁶⁴. Mit der Fundierung der gesamten Reskriptionenschuld des Bundes, auf welcher sie aus verschiedenen Gründen bestanden hat und die in der Mitte des Jahres 1924 abgeschlossen gewesen ist, hat die „unfreiwillige Offen-Markt-Politik“ der Schweizerischen Nationalbank in der Kriegs- und Nachkriegszeit ein Ende gefunden.

Die Frage, ob damals eine verstärkte Weitergabe von Schatzwechseln eine andere Entwicklung des Wechselkurses des Schweizerfranken zur Folge gehabt hätte, muß offen bleiben. Tatsache ist, daß der Franken die Parität mit dem Dollar erst im Verlaufe des Jahres 1924 wieder erreicht hat. Dies muß unter anderem auf den Eintritt einer Entspannung der Marktlage in den Vereinigten Staaten zurückgeführt werden, welche die Kapitalbewegungen zum Stillstand und sogar zur Umkehr gebracht hat.

d) Die Haltung der Schweizerischen Nationalbank gegenüber einer ständigen schwebenden Staatsschuld

Indem die Schweizerische Nationalbank den Bund in einer Vereinbarung aus dem Jahre 1911 verpflichtet hat, seine Schatzwechsel ausschließlich bei ihr zum Diskont einzureichen⁶⁵, hat sie sich eine Möglichkeit zur Kontrolle des Umfanges der Verschuldung des Bundes in dieser Form und der Verwendung dieser formell kurzfristigen Kredite verschafft⁶⁶, auch wenn sie sich das alleinige Recht zur Diskontierung der Schatzwechsel des Bundes ursprünglich vor allem aus Rentabilitätsgründen hat sichern wollen. „Die genannte Vereinbarung hätte den Bund allerdings keineswegs an der direkten Plazierung von Reskriptionen am Markt gehindert. In diesem Falle hätte die Schweizerische Nationalbank aber dem Markt die Zusage zum Rediskont dieser Papiere verweigert“⁶⁷.

⁶³ Schweizerischer Bankverein, August Bulletin 1923; Schweizerische Bankgesellschaft, Juli Bulletin 1923.

⁶⁴ Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 155, 188, 270.

⁶⁵ Diese Vereinbarung wurde im Jahre 1926 sogar in vertraglicher Form festgelegt; s. Vereinbarung zwischen der Schweizerischen Nationalbank und dem eidgenössischen Finanzdepartement betreffend bankgeschäftliche und finanzwirtschaftliche Beziehungen zwischen Bank und Bundesverwaltung vom 17. Februar 1926, zit. Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 399.

⁶⁶ Siehe Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 192.

⁶⁷ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1932; die schweizerischen Geschäftsbanken haben in der Periode von 1918—1924 die Übernahme der von der SNB rückdiskontierten Reskriptionen mit dem Hinweis auf die Aufrechterhaltung ihrer Liquidität fast immer von der Zusage derselben zum jederzeitigen Rediskont dieser Papiere abhängig gemacht, s. Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 196.

Dies wäre mit der Folge verbunden gewesen, daß die Geschäftsbanken dem Bund Wechselkredite nur zu erschwerten Bedingungen gewährt hätten⁶⁸. Insoweit hat die Notenbank einen gewissen Zwang auf den Bund ausüben und ihre Kontrolle effektiv machen können. „Es ist wahrscheinlich, daß dieser Umstand das eidgenössische Finanzdepartement im Jahre 1923 zum Verzicht auf die damals in Erwägung gezogene direkte Unterbringung von Reskriptionen am offenen Markt veranlaßt hat“⁶⁹.

Nachdem sich die im Jahre 1914 auf dem schweizerischen Kapitalmarkt eingetretene Anspannung, welche sich bis in die Nachkriegszeit erstreckte und die von einer durch die allgemeine Unsicherheit bedingten Zurückhaltung in der langfristigen Anlage von Mitteln herrührte, gegen Mitte der Zwanzigerjahre verloren hatte, ist der Bund auch wieder in der Lage gewesen, seinen gesamten Bedarf an Anlagekrediten durch Emission langfristiger Anleihen zu decken. Zur Befriedigung vorübergehender Kassabedürfnisse verfügte die Bundesverwaltung dagegen über Mittel der Spezialfonds und der Postverwaltung.

Dennoch hätten in diesen Jahren verschiedene Gründe die Schweizerische Nationalbank veranlassen können, in der Schweiz eine Entwicklung mit dem Ziel der Bildung eines eingespielten Marktes für kurz- oder mittelfristige Reskriptionen zwischen Bund und den Geschäftsbanken, wie er in den angelsächsischen Ländern zu jener Zeit schon seit langem bestand, zu fördern.

So hat sich bereits damals auch in der Schweiz die abnehmende Bedeutung des Handelswechsels als Kreditform mit ihren Konsequenzen für das Diskontgeschäft und die Kreditpolitik der Notenbanken abgezeichnet. Daneben hat für die schweizerischen Geschäftsbanken ein ausgesprochener Mangel an Möglichkeiten zur Anlage von Mitteln im Inland bestanden. Außerdem hätte die Schweizerische Nationalbank durch die nun bereits allgemein bekannt gewordene offen-markt-politische Praxis ausländischer Notenbanken und durch gewisse auf Grund eigener Erfahrungen gewonnener Erkenntnisse von den Möglichkeiten, welche eine ständige schwebende Staatsschuld in Form von Schatzwechseln⁷⁰ der Notenbank zur Beeinflussung des Kreditmarktes gibt, bewogen werden können, die Schaffung der institutionellen Voraussetzungen für Interventionen dieser Art anzustreben.

In Wirklichkeit hat die Schweizerische Nationalbank nicht nur keinerlei Schritte in dieser Richtung unternommen, sondern im Gegenteil mehrfach zum Ausdruck gebracht, daß die Entstehung einer schwebenden Staatsschuld nicht erwünscht sei. Dies erklärt sich einmal daraus, daß sie die ihr zur Verfügung stehenden kreditpolitischen Mittel zur Erfüllung ihrer Aufgaben, unter welchen die Sicherung der Stabilität des

⁶⁸ Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 194.

⁶⁹ Kellenberger E., Kapitalexport und Zahlungsbilanz, 1939, 1. Band., S. 171.

⁷⁰ Im Unterschied zu fundierter Staatsschuld (Obligationenanleihen); das in den eidgenössischen Staatsrechnungen verwendete Begriffspaar „feste und schwebende Schuld des Bundes“ deckt sich damit inhaltlich nicht.

Wechselkurses des SFr. durchaus im Vordergrund stand, für ausreichend erachtete. Dies erklärt sich aber auch daraus, daß sie die Frage einer schwebenden Staatsschuld unter ganz anderen Gesichtspunkten betrachtete.

So bezeichnete es die Bank noch im Jahre 1933 als eine erfreuliche Tatsache, daß die öffentlichen Körperschaften nicht in nennenswertem Umfang kurzfristig verschuldet seien, was ein weiteres Moment für die günstige Wertung der schweizerischen Valuta darstelle⁷¹. Aus einer anderen Stellungnahme geht die Art ihrer Bedenken deutlicher hervor.

Als nach Ausbruch der Weltwirtschaftskrise die Frage aufgeworfen wurde, ob sich der Bund die zur Herstellung des Gleichgewichtes zwischen Ausgaben und Einnahmen benötigten Mittel nicht auch durch Plazierung von Reskriptionen am Geldmarkt beschaffen solle⁷², womit den Geschäftsbanken gleichzeitig eine erwünschte Möglichkeit zur Anlage brachliegender Mittel gegeben werde⁷³, hat die Schweizerische Nationalbank auf die Gefahren hingewiesen, welche diese Finanzierungsart nicht nur für den Staat selbst, sondern auch für Notenbank und Währung besitze⁷⁴. Verschulde sich der Bund zur Deckung längerfristiger Kreditbedürfnisse in bedeutendem Ausmaß am Geldmarkt und erweise sich nach einer Veränderung der Marktlage eine Prolongation der Schatzwechsel nur zu erschwerten Bedingungen oder überhaupt nicht möglich, so lautete die Argumentation, werde sich die Notenbank einer Inanspruchnahme ihres Notenkredites durch den Staat nicht entziehen können, was zu einer Geldschöpfung führe, die gegebenenfalls weder mit dem Status der Bank noch mit der währungspolitischen Situation vereinbar sei.

Die Notenbank hat also in einer schwebenden Staatsschuld eine ständige Bedrohung ihrer Liquidität und Handlungsfreiheit erblickt, die sie auch ohne Erteilung von Rediskontzusagen für die direkt am Markt untergebrachten Schatzwechsel als bestehend betrachtete. Diese Haltung wird besser verständlich, wenn sie aus der damals vorherrschenden einseitigen Auffassung erklärt wird, die Möglichkeit zur kurzfristigen Verschuldung fördere eine Tendenz zur Verschuldung des Staates⁷⁵ und veranlasse diesen zu einem unsoliden Finanzgebaren.

Spätere Erfahrungen zeigen, daß dies nicht unbedingt der Fall zu sein braucht. Während staatliche Defizite in der Schweiz zu Beginn der Dreißigerjahre noch in jeder Beziehung als Übel betrachtet worden sind, hat sich inzwischen die Ansicht durchzusetzen begonnen, daß diese in Depressionszeiten wichtiges Instrument einer aktiven Konjunkturpolitik sein können. Vor allem ist aber seither auch in der Schweiz die Bedeutung erkannt worden, welche eine ständige schwebende Staatsschuld neben andern Vorzügen für die Kreditpolitik der Notenbank besitzen kann⁷⁶.

⁷¹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1932.

⁷² Votum Jöhr, Protokoll der 20. Generalversammlung der schweizerischen Bankiervereinigung, September 1933, S. 46.

⁷³ Ebenso: Schweiz. Kreditanstalt, Bulletin Nr. 1/2, S. 6, 1935.

⁷⁴ Votum Bachmann, ebenda.

⁷⁵ Siehe unter F., d.

⁷⁶ Siehe unter F., a.

E. Die Periode von 1931—1941

I. Die Periode von 1931—1936

a) *Die allgemeine Lage der schweizerischen Volkswirtschaft und des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes von 1929—1933*

Nach Ausbruch der Weltwirtschaftskrise ist in der Schweiz der Versuch gemacht worden, ohne Veränderung der Goldparität des Schweizerfranken durch eine wirtschaftspolitisch geförderte oder, genauer gesagt, von den verantwortlichen Bundesbehörden offiziell befürwortete Senkung des inländischen Preis- und Kostenniveaus der schweizerischen Exportindustrie den „Anschluß an die Weltwirtschaft“ wieder zu verschaffen, den sie unter anderem dadurch verloren hatte, daß verschiedene Länder eine Abwertung ihrer Währungen vorgenommen hatten.

Auf diese Weise hoffte man, die durch den Absatzrückgang im Exportsektor auch in der Schweiz hervorgerufene Wirtschaftskrise überwinden zu können. Denjenigen, welche „eine Hochhaltung der Preise und die Herbeiführung einer verstärkten wirtschaftlichen Autarkie des Landes durch eine Umstellung der stark exportabhängigen schweizerischen Industrie“⁷⁷ forderten, wurde entgegengehalten, daß „ein Ausgleich auf dem Binnenmarkt höchstens in beschränktem Maße und nur bei sinkendem Realeinkommen (d. h. bei steigenden Kosten und Preisen) möglich sein würde, wobei außerdem, wegen der Abhängigkeit der Schweiz in der Versorgung von Rohstoffen vom Ausland, wesentliche Auftriebsimpulse an dasselbe abgegeben werden müßten“⁷⁸. Man sprach sich sogar dahingehend aus, daß „nichts getan werden dürfe, was eine Rückkehr zu den normalen Verhältnissen erschweren könnte“⁷⁹. Wenigstens bis zum Jahre 1934 standen eine Abwertung des Franken, für welche aus währungstechnischen Gründen kein Anlaß bestand, oder eine aktive Konjunkturpolitik in Form einer Arbeitsbeschaffungspolitik durch die öffentliche Hand weder beim Bund noch in der Öffentlichkeit zur Diskussion. Die vom Bund in dieser Hinsicht ergriffenen Maßnahmen beschränkten sich ihrer Art und Zielsetzung nach auf eine Milderung der Folgen der eingetretenen Arbeitslosigkeit. Um eine aktive Konjunkturpolitik in Form der Investitions- oder Konsumbelebung durch eine expansiv finanzierte Erhöhung der effektiven Nachfrage seitens des Staates hat es sich dabei nicht gehandelt. Eine solche wäre zur sofortigen und weitergehenden Bekämpfung der Arbeitslosigkeit deshalb unumgänglich gewesen, weil — wenigstens bis zum Ende der allgemeinen Depression im Jahre 1935 — die ausländische Nachfrage nach schweizerischen Exportgütern wahrscheinlich auch durch eine Abwertung nicht wesentlich zu beeinflussen gewesen wäre. „Man hegte

⁷⁷ Schulthess E., Die Abwertung und ihre wirtschaftlichen Folgen, Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1936, S. 461.

⁷⁸ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935, S. 23; Referat gehalten an der außerordentl. GV der SNB, Juli 1935.

⁷⁹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935.

zunächst die Hoffnung, daß der weltwirtschaftliche Niedergang bald zu Ende sein werde und daß man sich infolgedessen eine Anpassung in der einen oder andern Form ersparen könne“⁸⁰.

Nach 1929 verflüssigte sich der schweizerische Geldmarkt sowohl wegen dem durch die Währungsunsicherheit in andern Ländern verursachten Rückfluß von ausländischen Fluchtkapitalien, als auch wegen der krisenbedingten Freisetzung von Betriebsmitteln in zunehmendem Maße⁸¹. Die dadurch ausgelöste Zinssenkung, die von vielen Seiten gefordert und von Bund und Nationalbank zugelassen, ja sogar begrüßt wurde⁸², erstreckte sich auch auf den Kapitalmarkt.

Die Forderung nach einer Zinssenkung wurde vor allem aus Schuldnerkreisen erhoben, was bei der Aufwertung der Schulden und Erhöhung der realen Zinslasten (eine Folge der durch die welt- und binnenwirtschaftlichen Verhältnisse hervorgerufenen selbsttätigen Preissenkung) verständlich ist. Dagegen hätten Bund und Nationalbank bei einer konsequent geführten Deflationspolitik alle nur denkbaren Maßnahmen zur Verhinderung der mit den Goldzuflüssen verbundenen Zunahme der Geldmenge ergreifen müssen, um den Preisdruck zu verstärken. Dies besonders aus dem Grunde, weil die Goldzuflüsse nicht aus einer aktiven außenwirtschaftlichen Leistungsbilanz herrührten.

Eine monetäre Deflationspolitik ist aber aus verschiedenen Gründen in der Schweiz nicht betrieben worden.

Einmal wurde die Möglichkeit zur Durchführung einer restriktiven Offen-Markt-Politik durch Emission von Sterilisierungsanleihen (der Notenbankkredit wurde durch die Wirtschaft kaum in Anspruch genommen) damals gar nicht gesehen. Eine solche wäre praktisch auch wohl kaum möglich gewesen, weil sie, notwendig gegen die Zinssenkung gerichtet, zu einer „Revolution der Schuldner“ geführt hätte. Außerdem konnte die Schweizerische Nationalbank, welche die Goldzuflüsse als willkommene Verstärkung ihrer Währungsreserven betrachtete, zu Recht annehmen, daß aus der Vermehrung der Geldmenge kein nennenswerter Einfluß auf das Preisniveau in Richtung einer Erhöhung desselben ausgehen werde, während auf der andern Seite die Senkung der Zinssätze nicht nur zu einer Entlastung der Schuldner, sondern auch zu einer Verbilligung des Produktionsprozesses führe (Zins als Kostenfaktor).

Die Zinssenkung löste (bezeichnenderweise an sich unerwartet und nicht von vorneherein beabsichtigt oder bewußt angestrebt) neben den gesunkenen Baukosten in Form von Lohn- und vor allem Materialkosten bei weitgehend stabilen Mietpreisen einen Bauboom auf dem Gebiete des privaten Wohnungsbaus aus, welcher zu einer Ausweitung der internen Nachfrage führte, die ihrerseits die durch die Schrumpfung des Exportvolumens eingetretene Einschränkung derselben bis zu einem ge-

⁸⁰ Kung E., Allgemeine Kosten und Preissenkung? 1946, S. 117.

⁸¹ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1931, S. 17.

⁸² BBl. 1933 I, S. 578, 608; BBl. 1933 II, S. 82; Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1933, S. 23.

wissen Grade ausglich und gesamtwirtschaftlich gesehen die Wirtschaftskrise milderte. Von der Zinssenkung, welche für bestimmte Wirtschaftszweige, insbesondere für die stark verschuldete Landwirtschaft, eine Entlastung mit sich brachte, gingen aber auf die Industrie keinerlei Auftriebendenzen aus. Die für die Exportindustrie (bei welcher den Zinskosten im Verhältnis zu den übrigen Kostenfaktoren nur eine geringe Bedeutung zukam) maßgebenden Kostendisparitäten gegenüber dem Ausland wurden (nach teilweise bereits erfolgter Kostensenkung) immer noch auf 20—40 % geschätzt⁸³.

*b) Erste Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank
zu Offen-Markt-Käufen von Obligationen des Bundes:
Offen-Markt-Politik zur Überwindung der Wirtschaftskrise*

„In der Schweiz ist es der Freigeldbund, der durch seine Presse namentlich diejenigen, die unter der Wirtschaftskrise zu leiden haben, glauben machen will, es läge in der Macht der Notenbanken — und somit derjenigen der Schweizerischen Nationalbank, der Krise sofort ein Ende zu bereiten“, wird in einer von der Schweizerischen Nationalbank im Jahre 1933 herausgegebenen Schrift⁸⁴ festgestellt. In dieser hat einer ihrer Vertreter — vermutlich weniger durch die Postulate der Freigeldler als durch gewisse Ereignisse in den Vereinigten Staaten⁸⁵ dazu veranlaßt — zum ersten Male zur Frage des Kaufes längerfristiger Staatstitel auf dem offenen Markt Stellung genommen.

Von der Fragestellung ausgehend, welche Wirkungen von der durch die Freigeldler geforderten Offen-Markt-Politik zu erwarten seien, wird in dieser Schrift ausgeführt: „Der Ankauf von Bundestiteln durch die Schweizerische Nationalbank hätte nur dann einen Zweck, wenn das der Wirtschaft auf diese Weise zugeführte Geld im Umlauf bleiben würde. So wenig es aber zur Zeit dem amerikanischen Federal Reserve System gelingt, die aktive Geldmenge durch Staatstitelkäufe zu erhöhen, so wenig darf die Schweizerische Nationalbank davon einen solchen Erfolg erwarten. In Anbetracht der derzeitigen Lage wird es sogar jedermann vorziehen, seine verzinslichen Bundestitel zu behalten. Wer Ersparnisse verzehren will, hat Gelegenheit, seine Titel zu günstigen Bedingungen an der Börse zu veräußern. Angenommen, die Schweizerische Nationalbank könnte und wollte Bundesanleihen kaufen, so kommt das dem Markt zugeführte Geld in erster Linie den Besitzern solcher Titel zu, welche es weder zu Konsumausgaben verwenden, noch dem erstbesten Kreditsuchenden anvertrauen werden. Bei den Geschäftsbanken, welche gegenwärtig bei der Notenbank Girogelder in der Höhe von annähernd einer Milliarde Franken liegen haben, besteht ebenfalls kein Interesse daran, diese zinslosen Guthaben noch weiter zu vermehren.“

⁸³ Küng E., a. a. O. S. 120.

⁸⁴ Ackermann E., Vorsteher des statistischen Bureaus der Schweizerischen Nationalbank, Freigeld und Wirklichkeit, 1933, S. 44—49.

⁸⁵ Siehe unter A., a.

Offen-Markt-Käufe von Bundestiteln wurden also als ein völlig untaugliches Mittel zur Überwindung der Wirtschaftskrise bezeichnet. Ein forcierter Zinsabbau durch Offen-Markt-Operationen, der — wenigstens theoretisch — innerhalb gewisser Grenzen möglich gewesen wäre, war schon im Jahre 1932 an einer privaten Pressekonferenz als unerwünscht bezeichnet worden⁸⁶. Die dort vorgebrachte Begründung deckt sich inhaltlich vollständig mit derjenigen, welche die Schweizerische Nationalbank an anderer Stelle im Hinblick auf den gleichen Sachverhalt gegeben hat⁸⁷. Die mit Offen-Markt-Käufen verbundene weitere Verflüssigung des Kreditmarktes bringe höchstens die Gefahr einer Scheinkonjunktur mit sich, welche die Anpassung des inländischen Preisniveaus an dasjenige des Auslandes verhindern und früher oder später mit Verlusten verbundene Korrekturen notwendig machen werde. Fehlinvestitionen würden sich aber als eine schwere Belastung für die *gesamte* Wirtschaft erweisen.

Aus Gründen, auf welche die Notenbank selbst hingewiesen hat, hätten Offen-Markt-Käufe von Bundestiteln jedenfalls auch nicht zur Befriedigung damals vorhandener besonderer Kreditbedürfnisse der Wirtschaft geführt, in deren Finanzierung sich die Geschäftsbanken wegen der damit verbundenen Risiken sehr zurückhaltend verhielten. Daß diese Kreditbedürfnisse als legitim erachtet wurden, zeigt die Errichtung der Eidgenössischen Darlehenskasse im Jahre 1932⁸⁸. Dieses Institut sollte aber keineswegs Neuinvestitionen finanzieren. Sein Zweck bestand vielmehr darin, bereits bestehenden, im Handelsregister eingetragenen Firmen, welche durch die Absatzkrise in Zahlungsschwierigkeiten geraten waren, Überbrückungskredite zu gewähren⁸⁹. Die Darlehenskasse gewährte nur kurzfristige Kredite in Wechselform gegen Verpfändung ganz bestimmter, bei der Notenbank nicht lombardierbarer Aktiven⁹⁰. Die Schweizerische Nationalbank hat die Tätigkeit der Darlehenskasse sekundiert, indem sie ihr durch die Rediskontierung solcher Wechsel in beträchtlichem Umfang Betriebsmittel zur Verfügung stellte, „obwohl sie dies im Grunde nicht als ihre Aufgabe betrachtete“⁹¹.

Damit konnten zwar partielle Kreditkrisen verhindert, aber die Wirtschaftskrise, deren Ursache in der fehlenden Nachfrage des Auslandes nach schweizerischen Exportgütern lag, ebenfalls nicht beseitigt werden.

⁸⁶ Stenographisches Protokoll einer Diskussion über die Freigeldtheorie, Votum Dr. W. Egger, in: Die Freigeldlehre eine Irrlehre, 1932, S. 31/32.

⁸⁷ Ebenda und: Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935.

⁸⁸ Bundesbeschlüsse vom 8. Juli 1932 und 22. Juli 1934.

⁸⁹ Nach 1933 konnte die Darlehenskasse auch Bankguthaben von Einzelpersonen bei Bankinstituten, welche wegen Entwertung oder Blockierung von Auslandsforderungen die Zahlungen eingestellt hatten, bevorschussen.

⁹⁰ Es handelt sich dabei um gewisse Obligationenanleihen, grundpfandgesicherte Forderungen, in der Schweiz kotierte Aktien, Rohprodukte, Halb- und Fertigfabrikate.

⁹¹ Referat gehalten an der außerordentl. GV der SNB, Juli 1935.

*c) Die allgemeine Lage der schweizerischen Volkswirtschaft
und des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes von 1933—1936*

Im Jahre 1933 kam die Zinsbewegung, welche sich seit 1929 autonom in Richtung einer allgemeinen Senkung der Zinssätze durchgesetzt hatte, zum Stillstand und begann in der Folge sogar umzuschlagen ⁹².

An der sich in andern Ländern bereits wieder abzeichnenden wirtschaftlichen Erholung nahm die Schweiz nur in sehr geringem Maße teil. Geringfügigen Verbesserungen im Export stand eine sich bis 1936 immer stärker geltend machende Verschlechterung der binnenwirtschaftlichen Situation gegenüber. Durch einen Rückgang der Bautätigkeit, der weniger die Folge der steigenden Zinssätze als einer gewissen Sättigung des Wohnungsmarktes war, wurde der Arbeitsmarkt in starkem Maße betroffen. Die Erwartung, der Schweizerfranken werde trotz von offizieller Seite wiederholten gegenteiligen Versicherungen dennoch abgewertet, führte zu spekulativ bedingten Unruhen auf dem schweizerischen Kreditmarkt, wobei aus der anhaltenden und sogar verschärften Wirtschaftskrise eine allgemeine Kreditkrise herauszuwachsen drohte ⁹³.

Eine eigentliche Flucht aus dem Franken führte im Verlaufe des Jahres 1933 zu Verknappungserscheinungen auf dem Kapitalmarkt. Seit Beginn dieses Jahres erfolgten im Zusammenhang mit dieser mehrmals umfangreiche Verkäufe von Bundestiteln, die erstmals im Juni zu einem Kurseinbruch auf dem Markt dieser Papiere führten und die allgemeine Zinsentwicklung ungünstig beeinflussten ⁹⁴. Obwohl sich die Kurse in den folgenden Monaten wieder erholten, vermochte die Rendite den Tiefstand des vorhergehenden Jahres nicht mehr zu erreichen. Die Erhöhung der Rendite der Bundestitel blieb nicht ohne Einfluß auf die Emissionsbedingungen des Kapitalmarktes und brachte die allgemeine Abwärtsentwicklung der Zinssätze zum Stillstand.

Im Jahre 1934 setzten erneute Liquidationen von Bundestiteln, vorab von solchen, die sich im Besitz von Ausländern befanden, ein. Der Markt nahm zwar diese Titel ohne weiteres auf, aber mit dem Besitzwechsel, der von der Schweizerischen Nationalbank als durchaus erwünscht und als Schritt zur Entschuldung gegenüber dem Ausland bezeichnet wurde ⁹⁵, war ein ständiger Druck auf die Kurse verbunden.

Im April des Jahres 1935 kam es erneut zu einem Kurseinbruch auf dem Markt der Bundestitel, deren Kurse noch mehr als im Jahre 1933 nachgaben und sich nur sehr langsam erholten. Zu der damals einsetzenden, mit Titelrealisationen verbundenen massiven Flucht aus dem Schweizerfranken gab eine Volksinitiative betreffend die Bekämpfung der Wirtschaftskrise Anlaß, welche, obwohl sie die Währungsfrage nicht berührte, die Spekulation im Glauben an eine baldige Abwertung des Franken bestärkte. Kapitalflucht und Hortung von Banknoten führten

⁹² Geschäftsberichte der SNB für die Jahre 1933, S. 23 und 1934, S. 24.

⁹³ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1935, S. 98 und 1936, S. 39.

⁹⁴ Der Kurs der 3,5 % Obl. der SBB Serie A—K sank vom Januar bis Juni um 12 %.

⁹⁵ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1934, S. 23.

zu bedeutenden Abzügen von Spargeldern bei den Geschäftsbanken und zur Nichterneuerung fälliger Kassaobligationen, was die Kündigung von Hypotheken und Zwangsversteigerungen auf dem Liegenschaftsmarkt zur Folge hatte. Die Knappheit von Mitteln auf dem Hypothekarmarkt beeinflusste die Zinsentwicklung auch von dieser Seite. Ein Bundesratsbeschuß vom 6. Februar 1936, welcher Handelsgesellschaften Bilanzierungserleichterungen für Obligationen öffentlich-rechtlicher Körperschaften und Pfandbriefe der beiden schweizerischen Pfandbriefzentralen für die Geschäftsjahre 1935 und 1936 gewährte, bringt die Lage auf dem schweizerischen Kreditmarkt ebenfalls zum Ausdruck.

Während sich der Geldmarkt unmittelbar nach Verwerfung der Kriseninitiative durch eine Volksabstimmung im Juli 1935 wieder verflüssigte, blieb der Kapitalmarkt angespannt, was durch eine weitverbreitete Abneigung gegen die langfristige Bindung von Geldern bewirkt wurde. Diese erklärt sich nicht nur aus der Währungsunsicherheit, sondern auch aus einem Mißtrauen gegenüber den Banken und dem Staat. Unter diesen Umständen konnte es nicht überraschen, daß selbst ihrem Umfang nach geringe Verkäufe von Bundstiteln die Kurse derselben nachhaltig beeinflussen.

Die geschilderten Verhältnisse gaben den interessierten Kreisen der schweizerischen Wirtschaft Anlaß, sich aufs stärkste mit der Zinsfrage zu beschäftigen, wobei sogar Zwangseingriffe in die Zinsgestaltung gefordert wurden.

*d) Erneute Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank
zu Offen-Markt-Käufen des Bundes:
Offen-Markt-Politik zur Verflüssigung des Kapitalmarktes
in der Kreditkrise*

Unter dem Eindruck dieser Entwicklung, welche Erscheinungen einer echten Deflation auslöste⁹⁶, hat auch eines der ersten Programme zur Bekämpfung der Wirtschaftskrise gestanden, in welchem *unter anderem* die Einleitung einer vorsichtigen Politik der Erhaltung des volkswirtschaftlichen Kreditvolumens durch die Schweizerische Nationalbank zur Neutralisierung der Kapitalabzüge, zur Durchführung einer Zinssenkung, zur Stützung des Staatskredites und zur Erleichterung der Finanzierung des Hypothekarkredites empfohlen wurde⁹⁷.

Bezeichnenderweise wurde jedoch davon keine Überwindung der Wirtschaftskrise, sondern lediglich eine Entspannung des Kapitalmarktes erwartet.

Die Auffassung, daß „eine Verflüssigung des Kreditmarktes und eine Senkung der Zinssätze geboten erscheine, um einer bereits geschrumpften und teilweise noch weiter schrumpfenden Wirtschaft An-

⁹⁶ Keller T., Probleme der schweizerischen Bankpolitik, in: Schweizerische Wirtschaftsfragen, 1941, S. 131.

⁹⁷ Böhler E., Keller P., Krisenbekämpfung, Grundlagen eines positiven Programmes für die Schweiz, 1935, S. 197.

passungen zu ermöglichen“, wurde auch von der Schweizerischen Nationalbank geteilt⁹⁸. Die Bank nahm aber erneut gegen Offen-Markt-Operationen in Form von Käufen längerfristiger Wertpapiere Stellung und begründete ihre ablehnende Haltung folgendermaßen⁹⁹. Die Entscheidung darüber, ob eine Politik der Kreditausweitung zweckmäßig sei, könne jeweils nur unter Berücksichtigung der besonderen Verhältnisse getroffen werden. Es sei nicht zu verkennen, daß in der Schweiz die Geschäftsbanken unter den gegenwärtigen Umständen durch eine nachhaltige Verflüssigung des Marktes in die Lage versetzt würden, weniger auf Kreditkündigungen zu dringen. Inwieweit eine Ausweitung des Geldvolumens durch Käufe langfristiger Wertpapiere zu einer Senkung der Zinssätze führen werde, hänge weitgehend von der Einstellung der Öffentlichkeit ab. Eine solche Politik sei deshalb ein Experiment, das in der Schweiz zur Zeit mit größter Wahrscheinlichkeit eine Verstärkung des Mißtrauens gegenüber der Währung zur Folge haben und damit nicht nur nicht zu einer Senkung der Zinssätze, sondern zu einer weiteren Verschlechterung der Lage des Kreditmarktes führen werde. Zu den Voraussetzungen einer solchen Politik würden deshalb flexible Wechselkurse oder aber eine vollständig ausgebildete Devisenbewirtschaftung gehören, was beides im Widerspruch zu den besonderen Interessen der schweizerischen Volkswirtschaft stehe.

Der Durchführung von Offen-Markt-Käufen von Bundestiteln ständen darüber hinaus die Bestimmungen des Notenbankgesetzes entgegen. Die Bank sei zwar seit der Gesetzesnovelle von 1911 zur bankmäßigen Deckung¹⁰⁰ ihrer täglich fälligen Verbindlichkeiten nicht mehr verpflichtet. Eine Interpretation des Gesetzes im Sinne einer Berechtigung zur Anlage dieser Mittel in langfristige Wertpapiere sei jedoch unzulässig. Die Schweizerische Nationalbank müsse, besonders in einer Zeit, in der sie durch die Verteidigung der Währung stark in Anspruch genommen sei, auf die Aufrechterhaltung ihrer jederzeitigen Zahlungsbereitschaft bedacht sein. Eine Immobilisierung der Giro Guthaben des Marktes, die bei der freiheitlichen Ordnung des schweizerischen Kreditmarktes jederzeit abgezogen werden könnten und die bei der Aufgabe der Bank den Schweizerfranken auf der gesetzlich festgelegten Parität zu halten, gegebenenfalls sogar in Gold umgewandelt werden müßten, könne deshalb nicht in Frage kommen.

Der Umstand, daß sich die Schweizerische Nationalbank zur Begründung ihrer ablehnenden Haltung gegenüber einer Offen-Markt-Politik in Form von Käufen langfristiger Bundestitel auch auf die Liquiditätsvorschriften des Notenbankgesetzes berufen hat, kann nicht darüber hinwegtäuschen, daß sie vom Erfolg einer solchen *nicht* überzeugt gewesen ist. Wäre aber die öffentliche Meinung in der Schweiz nicht eh und je in der Auffassung bestärkt worden, daß Operationen dieser oder ähnlicher Art mit Inflation und dem Ruin der Währung identisch seien,

⁹⁸ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935.

⁹⁹ Ebenda und: Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

¹⁰⁰ Dieser Begriff ist relativ. Es sind hier darunter Gold und formell kurzfristig fällige Forderungen zu verstehen.

so wäre der Markt psychologisch darauf vorbereitet und Wertpapierkäufe der Notenbank, wenn auch nur in beschränktem Umfang, möglich gewesen; an deren Zweckmäßigkeit unter den damaligen Umständen kann kein Zweifel bestehen ¹⁰¹.

Es ist jedoch noch ein anderer Grund für die ablehnende Haltung der Bank verantwortlich. Er geht aus ihrer Feststellung hervor, daß die Notenbank durch Käufe längerfristiger Wertpapiere, bei welchen die Kurzfristigkeit des Notenbankkredites bewußt in den Hintergrund trete, notwendig ihre eigene Liquidität schwäche oder sogar gefährde ¹⁰², wobei sie unter „Liquidität“ unverkennbar auch „die Möglichkeit zur jederzeitigen verlustlosen Realisierung ihrer Aktiven“ ¹⁰³ verstanden hat. Die Bank hat befürchtet, daß ein Wiederverkauf der gekauften Wertpapiere unter Umständen nur unter Verlusten möglich sei, was dann der Fall gewesen wäre, wenn sich deren Marktkurs nach Überwindung der Kreditkrise unterhalb des Übernahmeurses „stabilisiert“ hätte. Die Schweizerische Nationalbank ist aber nicht bereit gewesen, solche Risiken auf sich zu nehmen oder solche Verluste zu tragen. Dagegen hat die Bank der Wirtschaft bereitwilligst ihren Diskont- und Lombardkredit zur Verfügung gestellt, womit aber der Anspannung auf dem Kapitalmarkt nicht entgegengewirkt werden konnte. Die Erhöhung des offiziellen Diskontsatzes um $\frac{1}{2}\%$ und des Lombardsatzes um 1% am 3. Mai 1935 ist nach den Verlautbarungen der Schweizerischen Nationalbank lediglich gegen spekulative Geschäfte zum Nachteil der Währung gerichtet gewesen ¹⁰⁴. Eine stärkere Diskonterhöhung hätte nach Auffassung der Bank die Kapitalflucht kaum eingedämmt, sondern nur der Zinserhöhung einen zusätzlichen Auftrieb verliehen ¹⁰⁵. Wenn es zutrifft, daß die Erhöhung des offiziellen Lombardsatzes auch gegen eine spekulative Ausnutzung der Differenz zwischen der Rendite der Bundestitel und diesem gerichtet gewesen ist ¹⁰⁶, so hätte sie allerdings sogar ihrer Zielsetzung nach eine selbsttätige Marktregulierung auf dem Markt der Bundestitel verhindern sollen.

Im Auftrag und für Rechnung des Bundes hat die Schweizerische Nationalbank im Jahre 1935 zwar Titelnkäufe vorgenommen, womit einem weiteren Ansteigen des Zinsniveaus wenn nicht der Zielsetzung

¹⁰¹ Siehe unter E., h.; vom Jan. 1935 bis Sept. 1936 haben die täglich fälligen Verbindlichkeiten der SNB im Mai 1935 mit rund 240 Mill. Fr ihr Minimum erreicht; der Prozentanteil der vertraglichen Mindestguthaben der Girokunden der SNB an dieser Summe ist nicht bekannt.

¹⁰² Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

¹⁰³ Sayers R. S., *Modern Banking*, 1938, S. 213.

¹⁰⁴ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935, S. 12; diese Maßnahme ist im Juni 1935 durch ein zwischen der SNB und den Geschäftsbanken abgeschlossenes Gentlemen Agreement ergänzt worden, in welchem sich letztere verpflichtet haben, Geschäfte, welche die Währungsspekulation unterstützen könnten, zu unterlassen, s. ebenda.

¹⁰⁵ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936, S. 16.

¹⁰⁶ Die Wirtschaftslage in der Schweiz, Mitteilung Nr. 14 der Kommission für Konjunkturbeobachtung, Mai 1935; Schweizerisches Finanzjahrbuch, 1935, S. 42.

nach, so doch faktisch entgegengetreten worden ist¹⁰⁷. Auch Geschäftsbanken und Versicherungsgesellschaften haben vom Markt Bundestitel zu günstigen Kursen übernommen¹⁰⁸.

Diese selbsttätige Marktregulierung hat — dies folgt aus ihrem Wesen und der erwerbswirtschaftlichen *causa movens* — erst nach Eintritt des Kurseinbruches eingesetzt und ist außerdem zur Herbeiführung einer Marktentspannung ebenso unzureichend gewesen wie die Wertschriftenkäufe des Bundes.

e) Der Wunsch nach einer Kurspflege auf dem Markt der Bundesanleihen

Es wird von der Schweizerischen Nationalbank selbst bestätigt, daß ihr in den Jahren vor der Abwertung des Schweizerfranken von verschiedener Seite nahegelegt worden ist, die Kurse der Bundestitel durch Offen-Markt-Käufe zu stützen¹⁰⁹. Die Bank hat diesen Begehren jeweils entgegengehalten, daß sie dazu keine Möglichkeit besitze und ihre eigenen Mittel dazu nicht ausreichen würden¹¹⁰.

Zur Beseitigung der als die Wirtschaft lähmend bezeichneten Wirkung der Kündigung von Hypothekarkrediten ist der Vorschlag gemacht worden, die Nationalbank solle aus den Wertschriftenportefeuilles der Geschäftsbanken nach Maßgabe der individuellen Bedürfnisse derselben Bundesanleihen zu Stützungskursen übernehmen, wodurch von Geldabzügen besonders betroffenen Instituten der Abbau ihrer Bilanzen erleichtert oder die Kündigung von Krediten überhaupt vermieden werden könne. Letztere sei andernfalls unumgänglich, weil den Banken bei den stark gesunkenen Kursen eine anderweitige Realisierung ihrer Titel nicht zuzumuten sei¹¹¹. Danach sollten von der Notenbank also nicht irgendwelche, womöglich zum Zwecke der Kapitalflucht an der Börse angebotene Bundestitel gekauft werden, sondern das Angebot einer bestimmten Kategorie von Titelbesitzern berücksichtigt und dieser Mittel zugeführt werden. Gleichzeitig hätte damit die Rendite der Bundestitel gesenkt werden können. Solange die Renditenbasis der Bundesobligationen auf über 5 % stehe, während andererseits den Geschäftsbanken die Anpassung der Zinssätze für Kassaobligationen erschwert werde¹¹², wurde

¹⁰⁷ Unter den Wertschriftenanlagen des Bundes und der eidg. Spezialfonds verzeichnen die Anlagen in Anleihen des Bundes und der SBB im Jahre 1935 eine Zunahme von 131,3 auf 134,9 Mill. Fr., s. Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, 1944, Tab. S. 198.

¹⁰⁸ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1935, S. 46.

¹⁰⁹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

¹¹⁰ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936; vom 1. Januar 1934 bis zum 1. Januar 1935 zeigt der Nominalwert der im Wertschriftenportefeuille der SNB befindlichen Obligationen des Bundes und der SBB durch Rückzahlungen fälliger Titel im Betrage von 15,5 Mill. Fr. sogar eine Nettoabnahme um 15 Mill. Fr.; vom 1. Januar 1935 bis zum 1. Januar 1936 beträgt der entsprechende Nettowert + 2 Mill. Fr. bei Rückzahlungen fälliger Titel im Betrage von 0,5 Mill. Fr.

¹¹¹ Gschwind H., Zinssenkung, ein dringendes Gebot der Stunde, 1935, S. 25 f.

¹¹² Bereits im Mai 1933 hatte sich die Schweizerische Nationalbank gegen eine Erhöhung des Zinsfußes für Kassaobligationen ausgesprochen und die Geschäftsbanken im Juni des gleichen Jahres verpflichtet, diese Zinssätze vorläufig nicht weiter zu erhöhen, Archiv für schweizerische Politik und Volkswirtschaft, Nr. 21, November 1934, S. 180.

von anderer Seite¹¹³ festgestellt, könnten diese kaum mit einem nennenswerten Zugang an Mitteln rechnen. Es bestehe vielmehr angesichts der Renditendifferenzen die Gefahr der Nichterneuerung von Kassaobligationen und der Abwanderung von Einlagegeldern, was weitere Banken zur Kündigung von Hypotheken zwingen werde. Zwischen der im Bankengesetz geschaffenen Zinskontrolle, die auf ein Vetorecht der Schweizerischen Nationalbank gegenüber Erhöhungen des Zinsfußes für Kassaobligationen hinauslaufe¹¹⁴, und dem Umstand, daß bisher nichts oder nur wenig unternommen worden sei, um dem Kurszerfall der eidgenössischen Titel Einhalt zu gebieten, bestehe ein gefährlicher Widerspruch. Stabile Zinssätze für Kassaobligationen würden stabile Kurse der Bundestitel bedingen. Es sei deshalb die Frage nicht unzeitgemäß, ob nicht eine systematische Kurspflege der Bundesanleihen mittels einer Offen-Markt-Politik angebracht wäre.

Es dürfte nun aber damals zugetroffen haben, daß sich das Mittel der Zinserhöhung zur Bindung oder Beschaffung von Mitteln weitgehend unwirksam erwiesen hätte¹¹⁵ und daß sich die von den Banken abgezogenen oder der Finanzierung des Hypothekarkredites vorenthaltenen Mittel nur zum geringsten Teil in Ausnutzung der bestehenden Zinsdifferenzen dem Markt der Bundestitel zugewendet haben¹¹⁶.

Immerhin ist der von der Genossenschaftlichen Zentralbank angenommene Fall und Vorgang theoretisch und praktisch denkbar.

Der annahmegemäß durch die Zinsarbitrage ausgelöste Abfluß von Mitteln bei den Geschäftsbanken würde durch eine Erhöhung der Zinssätze für Kassaobligationen zum Stillstand gebracht werden können. Falls die Notenbank unter diesen Umständen eine Heraufsetzung dieser Zinssätze nicht zulassen würde, so müßte sie konsequenterweise den Versuch unternehmen, die Rendite der Bundestitel durch Offen-Markt-Käufe zu senken. Andernfalls wäre es die Unterlassung solcher Offen-Markt-Operationen, welche für die von der Genossenschaftlichen Zentralbank genannte mögliche Folge der erzwungenen Stabilhaltung der Zins-

¹¹³ Genossenschaftliche Zentralbank Basel, Geschäftsbericht für das Jahr 1935.

¹¹⁴ Die Befugnisse zur Kontrolle der Zinssätze der Kassaobligationen hatte die Schweizerische Nationalbank durch Art. 10 des BG über Banken und Sparkassen vom 8. Nov. 1934 erhalten; die Aufgabe der Notenbank sollte sich jedoch darauf beschränken, gegen eine durch die Marktlage nicht gerechtfertigte Erhöhung dieser Zinssätze Einspruch zu erheben; der Grund, aus dem mit dieser Art von zinspolitischer Intervention gerade bei den Kassaobligationen angesetzt worden ist, liegt darin, daß diese nicht nur Finanzierungsinstrument des Handelsgeschäftes, sondern auch des Hypothekengeschäftes der Banken sind. Ersteres ist seit 1930 allerdings immer weniger der Fall gewesen, sodaß die früheren Befürchtungen, das kommerzielle Geschäft könne einen starken Einfluß auf die Zinsgestaltung der Kassaobligationen und damit auf den Hypothekarzinsfuß ausüben, stark an Gewicht verloren hat. Dagegen ist verschiedentlich auf die Bedeutung der Höhe des Zinsfußes für Kassaobligationen für die Höhe der Zinssätze für Hypothekarkredite und die möglichen Wirkungen einer Zinserhöhung auf Mietzinsen, Lebenshaltungskosten und Preise hingewiesen worden, s. Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1932, S. 20/21; ebenso: Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1939, S. 19.

¹¹⁵ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1939, S. 19.

¹¹⁶ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1935, S. 49.

sätze der Kassaobligationen verantwortlich gemacht werden könnte und müßte. Eine Alternative zur Kündigung von Hypothekarkrediten stellt die Einstellung der Zahlungen an die Bankgläubiger durch die Geschäftsbanken (Fälligkeitsaufschub nach Art. 25 des BG über Banken und Sparkassen vom 8. Nov. 1934) dar, womit aber der freie Zahlungsverkehr, dessen volle Aufrechterhaltung die Schweizerische Nationalbank anstrebt¹¹⁷, in Frage gestellt werden würde.

Auch wenn die Genossenschaftliche Zentralbank ihr Postulat einer Kurspflege nicht ausreichend begründet hat, so dürfte dieses — dies geht aus dem erstgenannten Vorschlag und seiner Begründung hervor — dennoch seine Berechtigung gehabt haben. Eine derartige Kredithilfe kann natürlich immer nur jenen Banken zukommen, welche über Bestände an Bundstiteln verfügen.

Die Diskrepanz der Fälligkeiten zwischen Kassaobligationen und Hypothekarkrediten, welche im Jahre 1935 die Krise auf dem Hypothekarmarkt verursacht hat, ist von der Schweizerischen Nationalbank bereits in den Zwanzigerjahren als möglicher Störungsfaktor erkannt worden¹¹⁸. Seine Beseitigung wurde damals von einer Förderung der Pfandbriefausgabe erhofft¹¹⁹.

Im Jahre 1937 haben — im Anschluß an ein Postulat im Nationalrat¹²⁰ — Konferenzen der interessierten Kreise stattgefunden¹²¹, an welchen erneut die nur mittelfristigen Kassaobligationen zur Finanzierung des langfristigen Hypothekarkredites als ungeeignet bezeichnet worden sind und ihre Umwandlung in langfristige Pfandbriefe als wünschbar erklärt worden ist¹²². Von einer Offen-Markt-Politik der Schweizerischen Nationalbank ist in diesem Zusammenhang aber nicht mehr die Rede gewesen.

Aus verschiedenen Gründen ist auch seither die alte Art der Finanzierung des Hypothekarkredites weitgehend beibehalten worden¹²³. Unter diesen ist eine gewisse Abneigung des Publikums gegen die Anlage von Spargeldern in Pfandbriefen, welche keine der längeren Laufzeit entsprechend höhere Verzinsung aufweisen, zu nennen. Vor allem aber stellt der Pfandbrief für die Geschäftsbanken ein teureres Finanzierungsmittel dar als Kassaobligationen oder Sparhefte, sodaß die Banken aus Konkurrenz- oder Rentabilitätsbetrachtungen in der Aufnahme von Darlehen bei den Pfandbriefzentralen zurückhaltend gewesen sind. Die Frage, ob und in welcher Weise die Notenbank von Geldabzügen betroffenen und dadurch zur Kündigung von Hypothekarkrediten gezwungenen Banken zum Zwecke der Verhinderung dieser Kündigungen beizustehen hat, könnte sich deshalb eines Tages wieder stellen. Die feste Übernahme von Bundstiteln von den betreffenden Banken durch

¹¹⁷ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1939.

¹¹⁸ Siehe Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 405 f.

¹¹⁹ Siehe Leemann J., Zur Einführung des Hypothekarpfandbriefes in der Schweiz, 1931.

¹²⁰ Ursprünglich: Motion Reichling vom 15. Juni 1937.

¹²¹ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937, S. 16/17.

¹²² Bereits: Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935, S. 18.

¹²³ Schweizerische Zinspolitik, Basler Handelsbank, Bulletin Nr. 412, März 1945.

die Notenbank stellt nur eine unter verschiedenen Möglichkeiten dazu dar. Ebensogut ist beispielsweise eine materiell längerfristige Beleihung solcher oder anderer Effekten (wie der Hypothekarforderungen selbst) durch die Notenbank denkbar. Davon unabhängig bleibt die Frage einer Kurspflege der Bundestitel bestehen.

f) Offen-markt-politische Praxis des Bundes und der Schweizerischen Nationalbank auf dem Hypothekarmarkt

Nachdem die Bemühungen des Bundes und der Schweizerischen Nationalbank in den Jahren vor 1935 aus bereits in anderem Zusammenhang aufgezeigten Gründen ¹²⁴ vor allem auf eine Senkung und anschliessend eine Stabilisierung der Zinssätze auf dem Markt der Hypothekarkredite gerichtet gewesen waren ¹²⁵, mußte die in diesem Jahre offenkundig werdende Tendenz zur Erhöhung dieser Zinssätze unerwünscht sein.

Seit 1934 bemühte sich die Schweizerische Nationalbank zusammen mit dem eidgenössischen Finanzdepartement um die Beseitigung der erwähnten, auf dem Hypothekarmarkt auftretenden Störungen und strebte den Abschluß eines Abkommens an, welches einerseits einen Kündigungsschutz und andererseits die Schaffung von Plazierungsmöglichkeiten für Hypothekarforderungen von in ihrer Liquidität bedrohten Banken bei anderen Banken, Versicherungsgesellschaften und öffentlichen Fonds vorsah ¹²⁶.

Eine direkte Finanzierung des Hypothekarmarktes lehnte die Schweizerische Nationalbank jedoch ausdrücklich ab ¹²⁷.

Als dann aber im Jahre 1936 eine Anleihe der Pfandbriefzentrale der Kantonalbanken von 20 Mill. Fr. auf dem Markt nicht vollständig untergebracht werden konnte ¹²⁸, übernahm der Bund den nicht gezeichneten Betrag, wozu ihm die Notenbank Mittel durch Diskontierung von Reskriptionen zur Verfügung stellte ¹²⁹. Diese Pfandbriefgelder sollten den durch Geldabzüge in Schwierigkeiten befindlichen Lokalbanken und Sparkassen zugute kommen ¹³⁰.

¹²⁴ Siehe Anmerkung 114.

¹²⁵ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1932, S. 20/21; von 1933 ab hat der Bund seine Anlagepolitik nach dem Gesichtspunkt ausgerichtet, dem Hypothekarmarkt Mittel zuzuführen; unter den Wertschriftenanlagen des Bundes und der Spezialfonds verzeichnen die Anlagen in Pfandbriefen von 1933—1935 die stärkste Zunahme, s. Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, 1944, Tab. S. 198.

¹²⁶ Referat gehalten an der außerordentlichen Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank, Juli 1935.

¹²⁷ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936, S. 18; etwas anders lagen die Verhältnisse während der Wirtschaftskrise 1920/21; damals ist von der Schweizerischen Nationalbank eine Finanzierung des Wohnungsbaues durch den Notenkredit gefordert worden, was die Bank aus gesetzlichen und bankpolitischen Gründen ebenfalls abgelehnt hat, s. Schneebeli, Denkschrift SNB, S. 148 und 169 f.

¹²⁸ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1936, S. 45.

¹²⁹ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936, S. 16.

¹³⁰ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

Damit hat die Schweizerische Nationalbank ohne offene Verletzung des Notenbankgesetzes und bei stark reduzierten Risiken dennoch eine Offen-Markt-Operation durchgeführt oder zumindest ermöglicht, welche allerdings den Charakter einer außerordentlichen Maßnahme besitzt. Es handelt sich dabei um eine eigentliche Kreditlenkung, wobei außerdem eine direkte Übernahme der Titel vom Schuldner stattgefunden hat. Nachdem sich die Marktlage im Jahre 1938 wieder völlig entspannt hatte, hat der Bund diese 4 % und $4\frac{1}{2}$ % Pfandbriefe auf einer Renditebasis von 3 % wieder an den Markt zurückgegeben¹³¹. Die Abtragung seiner Notenbankschuld ist ihm schon vorher möglich gewesen.

g) Der Vorschlag zur Errichtung einer schwebenden Bundesschuld und die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank

Der fast vollständige Stillstand in der Emission langfristiger Anleihen durch die öffentlichen Körperschaften im Jahre 1935 ging keineswegs auf fehlende Kreditbedürfnisse zurück, sondern stellte eine erzwungene Folge der Verknappung des Kapitalmarktes dar, welche die Aufnahme langfristiger Kredite nicht zuließ¹³². Zur Entlastung und Schonung des Kapitalmarktes, und nicht zuletzt auch aus der Abneigung gegen eine langfristige Verschuldung zu hohen Zinssätzen, haben der Bund und die Schweizerischen Bundesbahnen in diesem Jahre in Abweichung von der üblichen Finanzierungstechnik mittelfristige Kassascheine zur Rückzahlung fälliger Anleihen emittiert, die zum größten Teil von den Geschäftsbanken auf eigene Rechnung übernommen worden sind¹³³.

Von einer im Oktober 1936 eingesetzten Kommission¹³⁴, welche über Wege zur Überwindung der Wirtschaftskrise beriet und sich dabei auch mit Fragen der Finanz- und Kreditpolitik befaßte, ist dann auf eine weitere Möglichkeit hingewiesen worden, um der Verknappung des Kapitalmarktes bei angespannter Lage der kantonalen und kommunalen Finanzen entgegenzuwirken¹³⁵.

Wenn die Schweizerische Nationalbank dem Bund zur Rückzahlung fälliger Anleihen Reskriptionenkredite gewähren würde (von einer Finanzierung konjunkturpolitischer Maßnahmen des Bundes durch den Notenbankkredit war also nicht die Rede), stellt der Kommissionsbericht fest, so könnte damit nicht nur dem Bund billiges Geld zugehalten, sondern auch die Zinsverbilligung auf dem Kapitalmarkt gefördert und eine Vorbedingung für die Aufnahme langfristiger Kredite durch Kantone und Gemeinden geschaffen werden.

Die Schweizerische Nationalbank, welche durch die Weitergabe dieser Reskriptionen an den Markt die Möglichkeit zur Wiederabschöpfung dieses Notenbankkredites im gewünschten Umfang und Moment besitze,

¹³¹ NZZ Nr. 326 vom 22. 2. 1938.

¹³² Schweizerisches Finanzjahrbuch 1936, S. 46.

¹³³ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935, S. 15.

¹³⁴ Begutachtende Kommission für Wirtschaftsgesetzgebung.

¹³⁵ Bericht der Unterkommission III der begutachtenden Kommission für Wirtschaftsgesetzgebung vom 6. März 1937, s. BBl. 1937 II, S. 946 f.

werde dadurch in die Lage versetzt, den Kreditmarkt durch eine Offen-Markt-Politik zu beeinflussen.

Eine solche Kreditexpansion durch eine direkte Inanspruchnahme des Notenbankkredites durch den Bund, welche den Charakter einer „indirekten Offen-Markt-Politik“ besessen hätte, war im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Berichtes jedoch bereits gegenstandslos geworden.

Die unmittelbare Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu diesem Vorschlag beschränkte sich deshalb auf die Feststellung, daß mit der Abwertung des Schweizerfrankens die angestrebte Verbilligung der Zinssätze auf dem Kapitalmarkt ohne besondere Nachhilfe eingetreten sei¹³⁶. Die wenig früher gemachte Äußerung, daß niemand, der es mit der Währung und dem öffentlichen Haushalt gut meine, die während und nach dem Ersten Weltkrieg vom Bund gehandhabte Finanzierungsart zurückwünsche¹³⁷, zeigt ihre Haltung aber deutlich. Diese erklärt sich nicht zuletzt aus der Befürchtung der Bank, „als Gläubigerin des Staates ihre Selbständigkeit und Unabhängigkeit von diesem zu verlieren“¹³⁸. Aber auch zu der Möglichkeit von Offen-Markt-Operationen in Form der Rückdiskontierung von Reskriptionen hat sie sich wenig später sehr skeptisch geäußert. Sie sei nämlich nicht in der Lage, die in ihrem Portefeuille befindlichen Reskriptionen in jedem beliebigen Zeitpunkt zu mobilisieren, weil sie darin völlig von der Bereitschaft des Marktes, die ihm angebotenen Papiere zu übernehmen, abhängig sei. Ferner könnten — diese Begründung scheint paradox — zinspolitische Erwägungen einer Weitergabe der Schatzwechsel an den Markt entgegenstehen¹³⁹. Letzteres kann nur so verstanden werden, daß die Bank die Bereitschaft zu einer mit Verlusten verbundenen Rückdiskontierung — wenigstens damals — nicht besessen hat. Eine Bestätigung dieser These kann darin gesehen werden, daß die Schweizerische Nationalbank gleichzeitig gegen die Vorschläge zur Gewährung unverzinslicher Reskriptionskredite aus dem Abwertungsgewinn an öffentliche Körperschaften zum Zwecke der Finanzierung von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen unter anderem geltend gemacht hat, daß die Zinslosigkeit eine gegebenenfalls wünschbare Weitergabe dieser Reskriptionen an den Markt *verhindere*¹⁴⁰.

In der Praxis hat die Schweizerische Nationalbank in den Jahren 1935 und 1936 allerdings eine weit weniger starre Haltung eingenommen. Auf ihre Mitwirkung an einer Offen-Markt-Operation des Bundes auf dem Pfandbriefmarkt ist bereits an anderer Stelle hingewiesen worden¹⁴¹. Außerdem hat die Notenbank im Jahre 1935 auch verschiedenen, in einer eigentlichen Finanzkrise befindlichen Kantonen Reskriptionskredite gewährt¹⁴², welche sich in der Folge als materiell länger-

¹³⁶ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

¹³⁷ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1934.

¹³⁸ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

¹³⁹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938.

¹⁴⁰ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938, S. 15.

¹⁴¹ Siehe unter E., f.

¹⁴² Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936, S. 11/12.

fristig erwiesen haben. Sie hat dieses Vorgehen, das nicht ohne Kritik geblieben ist ¹⁴³ (dies zeigt einen weiteren Faktor, mit welchem die Schweizerische Nationalbank bei ihrer Politik rechnen mußte), mit dem großen Interesse gerechtfertigt, welches sie im Hinblick auf den Schutz der Landeswährung an der Aufrechterhaltung des Vertrauens in den öffentlichen Kredit besitze ¹⁴⁴. Außerdem hat die Bank erstmals mit der notwendigen Deutlichkeit darauf hingewiesen, daß inflatorische Wirkungen dieser Notenkredite unter den gegebenen Umständen *ausgeschlossen* seien ¹⁴⁵. Obwohl die Geschäftsbanken im Jahre 1936 ein lebhaftes Interesse für Reskriptionen zur Anlage von Mitteln gezeigt haben, hat die Notenbank eine Weitergabe ihres Portefeuilles abgelehnt, um die günstige Verfassung des Marktes nicht zu beeinträchtigen ¹⁴⁶. Vermutlich sollte die Rückführung von Mitteln auf den Kapitalmarkt begünstigt werden.

Es muß dennoch überraschen, daß in diesen Jahren von einer direkten Unterbringung von Schatzwechseln des Bundes am offenen Markt überhaupt nie die Rede gewesen ist.

*h) Die Bestrebungen der Schweizerischen Nationalbank,
durch eine Revision des Notenbankgesetzes
offen-markt-politische Befugnisse zu erhalten*

Nach Ausbruch der Weltwirtschaftskrise hat die Diskontpolitik der Notenbanken infolge des erneut eingetretenen Zerfalls der zinsmäßigen Solidarität der nationalen Geldmärkte ihre Funktion des Ausgleichs kurzfristiger Zahlungsbilanzdefizite durch Beeinflussung der internationalen Kapitalbewegungen vollständig verloren. Gerade der Wegfall dieser währungspolitischen Bindungen hat es jedoch auch der Schweizerischen Nationalbank ermöglicht, ihre Diskontpolitik in stärkerem Maße in den Dienst einer inneren Kredit- und Zinspolitik zu stellen.

Die Frage ist oft aufgeworfen worden, hat die Bank festgestellt, ob die Notenbank nicht von sich aus die Initiative zur Ankurbelung der Wirtschaft durch eine weitergehende Unterstützung der Privatwirtschaft und der öffentlichen Hand ergreifen könnte. „Die Bankleitung hat eine der Voraussetzungen für die Überwindung der Wirtschaftskrise in der Verbilligung des Produktionsprozesses erblickt und dazu durch eine Verbilligung des kurzfristigen Betriebskredites beitragen wollen“ ¹⁴⁷.

In den Jahren 1929—1933 ist jedoch der ordentliche Diskont- und Lombardkredit der Schweizerischen Nationalbank trotz Herabsetzung der offiziellen Sätze kaum in Anspruch genommen worden. Der in diesem Zeitabschnitt sehr flüssige Geldmarkt hat diesen nicht benötigt. Die Wechselschaffung durch Handel und Industrie ist überhaupt zurückgegangen. Dies ist sowohl durch die Wirtschaftslage als auch durch den

¹⁴³ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

¹⁴⁴ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935.

¹⁴⁵ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935, S. 15.

¹⁴⁶ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936, S. 12.

¹⁴⁷ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

Umstand bedingt gewesen, daß der private Handelswechsel als Kreditform, Zahlungsmittel und Mittel zur Beschaffung von kurzfristig benötigtem Betriebskapital im inländischen und internationalen Zahlungsverkehr in immer stärkerem Maße durch Kontokorrentkredite und verschiedene Formen der Zahlungsanweisung verdrängt und ersetzt wurde ¹⁴⁸.

Die Beibehaltung ihrer traditionellen kreditpolitischen Grundsätze hat die Schweizerische Nationalbank damals weitgehend vom Kreditmarkt isoliert. Dies ist aber nur bis zum Jahre 1934 ohne nachteilige Folgen für die schweizerische Wirtschaft geblieben.

Wenn die Bankleitung damals zur Überzeugung gelangt ist, daß eine Revision des Notenbankgesetzes unumgänglich notwendig sei, so haben die Gründe dafür in zwei verschiedenen, einander geradezu entgegengesetzten Erwägungen gelegen.

Auf der einen Seite wollte sich die Notenbank in die Lage versetzt sehen, dem Markt eine weitergehende Kredithilfe zukommen lassen zu können. Auf der andern Seite sollte ihr gleichzeitig zur Wahrung währungspolitischer Belange ein Verbleiben in der Isolierung vom Markt möglich sein.

Die Revisionsbestrebungen haben deshalb sowohl auf eine Erweiterung des Geschäftskreises der Bank als auch auf eine Neuordnung gewisser Bestimmungen über die Gewinnverteilung hingeeilt.

Aus den nicht sehr eindeutig gehaltenen offiziellen Verlautbarungen der Schweizerischen Nationalbank über die Art der angestrebten Erweiterung ihres Geschäftskreises ¹⁴⁹ geht hervor, daß die Bank im revidierten Gesetz die Befugnis zu „einer Offenmarktpolitik mittels Kauf und Verkauf von Wechseln und Schatzwechseln“ zu erhalten gewünscht hat. Außerdem wollte sie das Recht besitzen, „bestimmte langfristige Schuldverschreibungen zu vom offiziellen Diskontsatz abweichenden Bedingungen (von deren Veröffentlichung gegebenenfalls abgesehen werden sollte ¹⁵⁰) zu kaufen und zu verkaufen“.

Damit beabsichtigte die Schweizerische Nationalbank, einen stärkeren Einfluß auf die Zinsgestaltung des Kreditmarktes zu nehmen ¹⁵¹,

¹⁴⁸ Siehe Golay J., *La Banque Nationale Suisse*, 1934, S. 108 f.; Sulzer W., *Die Rolle des Wechsels im Kreditwesen und Zahlungsverkehr der Schweiz*, 1934, S. 47 f.; *Das Schweizerische Bankwesen*, 1938, H. 21, S. 25 und 1939, H. 22, S. 23. Der Handelswechsel ist dann fast völlig verschwunden und erst nach Ausbruch des Zweiten Weltkrieges in neuen Formen (Pflichtlagerwechsel und Warenwechsel kriegswirtschaftlicher Organisationen des Bundes) wieder entstanden, ohne jedoch seine frühere Bedeutung, die in der Schweiz ohnehin nie so groß wie in verschiedenen andern Ländern gewesen ist, wieder zu erlangen.

¹⁴⁹ Referate zu den Geschäftsberichten der SNB für die Jahre 1934, 1935, 1936 und 1937; außerdem: Bachmann G., *Die Schweizerische Nationalbank*, NZZ Nr. 2088 vom 3. Dez. 1936.

¹⁵⁰ Ackermann E., *Die Funktion der Schweizerischen Nationalbank*, Vereinigung für gesunde Währung, 1938, Schrift Nr. 54, S. 6.

¹⁵¹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1934.

eine verstärkte Kontrolle der Kreditpolitik der Geschäftsbanken auszuüben¹⁵², von ihr als wirtschaftlich gerechtfertigt erachtete Kreditbedürfnisse zu günstigen Bedingungen zu finanzieren¹⁵³ und die Initiative anderer zu fördern¹⁵⁴.

Dieses kreditpolitische „Programm“¹⁵⁵ unterscheidet sich, wie ein Vergleich zeigt¹⁵⁶, wesentlich von demjenigen, auf welchem die Bank im Jahre 1907 ihre Kreditpolitik aufgebaut hat.

Nach einem im Jahre 1937 innerhalb der Bankleitung zur Beratung stehenden, nicht veröffentlichten Gesetzesentwurf hat es sich bei den langfristigen Wertpapieren um Obligationen des Bundes, der SBB, der Kantone und staatlich garantierter Institute (Kantonalbanken) sowie Pfandbriefe der beiden schweizerischen Pfandbriefzentralen mit einer maximalen Laufzeit von 5 Jahren gehandelt¹⁵⁷. Diese Papiere sollten jedoch nicht zur Notendeckung, sondern nur zur Deckung der täglich fälligen Verbindlichkeiten der Notenbank zugelassen sein¹⁵⁸.

Die Feststellung der Bankleitung¹⁵⁹, daß nur beschränkte Käufe solcher Wertpapiere möglich seien, weil die jederzeitige Zahlungsbereitschaft der Notenbank auch nach Aufhebung der Verpflichtung zur Einlösung ihrer Noten in Gold¹⁶⁰ gewährleistet sein müsse, versteht sich im Hinblick auf die von ihr vorgeschlagene Regelung von selbst. Die möglichen Titelkäufe wurden aber mit Absicht auf den Betrag beschränkt, den die Giroguthaben der Notenbank „mit Sicherheit“ nicht unterschreiten würden. Die Bank wollte sich gegenüber Forderungen von Staat oder Wirtschaft nach derartigen Operationen auf diese von ihr frei bestimmbare Grenze berufen können. Diese Interventionen am Kapitalmarkt sollten den Charakter einer „direkten Offen-Markt-Politik“ besitzen, da, wie die Bankleitung betont hat, eine direkte Übernahme der Titel vom Schuldner nicht in Frage kommen könne¹⁶¹.

Während damals keinerlei Stimmen laut geworden sind, welche diesen Vorschlag als unzureichende Lösung bezeichnet hätten, ist den Bestrebungen der Schweizerischen Nationalbank, die Befugnis zu einer freieren Wechselannahme auf dem offenen Markt zu erhalten, von Seiten der Geschäftsbanken Opposition entgegengebracht worden¹⁶². An Verhandlungen, welche im Jahre 1937 über diese Frage stattgefunden haben, ist vom Verband der Kantonalbanken verlangt worden, die Notenbank habe sich auf ihre bisherige Tätigkeit auf dem Geldmarkt zu beschränken oder jedenfalls nur Wechsel zu diskontieren, welche ihr durch

152 Referat gehalten an der außerordentl. GV der SNB, Juli 1935.

153 Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1935.

154 Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

155 Referat gehalten an der außerordentl. GV der SNB, Juli 1935.

156 Siehe unter D., a., 1. u. 2.

157 Weber E., Probleme der Offenmarktpolitik in der Schweiz, Der Bund Nr. 220 vom 14. Mai 1945.

158 Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

159 Ebenda.

160 Siehe unter Anmerkung 173.

161 Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

162 Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

andere Banken eingereicht würden¹⁶³. Die Kantonalbanken und übrigens auch die privaten Geschäftsbanken haben offenbar befürchtet, daß die Schweizerische Nationalbank ihnen auf diese Weise Konkurrenz machen und einen Druck auf ihre Kreditkonditionen ausüben könnte.

Es läßt sich nicht feststellen, ob bei der Schweizerischen Nationalbank auch die Erwägung eine Rolle gespielt hat, eine Erweiterung des Kreises der notenbankfähigen Wechsel werde eine Erhöhung der Erträge aus dem Diskontgeschäft (von einem Offen-Markt-Geschäft ex definitione läßt sich dabei nicht ohne weiteres sprechen) mit sich bringen¹⁶⁴. Da jedoch mit der Gesetzesrevision auch eine Änderung von Art. 28 Ziffer 4 Absatz 1 des geltenden Notenbankgesetzes verbunden sein sollte, ist dies nicht anzunehmen. Dieser Artikel des Notenbankgesetzes, welcher den Kantonen für den aus dem Verzicht auf das Notenemissionsrecht herrührenden Verlust an Einkünften eine von der Höhe des jeweiligen Reingewinns *unabhängige*, von derselben jährlich zu leistende Entschädigungssumme (sog. Kopfquote) zusprach, hat der Schweizerischen Nationalbank nämlich den Zwang auferlegt, unter allen Umständen ein bestimmtes Betriebsergebnis herauszuwirtschaften¹⁶⁵. „La Banque, contre son gré et contre l'intérêt général a été contrainte parfois de pratiquer une politique de recherche de bénéfices“¹⁶⁶. Die Bankleitung hat selber wiederholt darauf hingewiesen, daß dies mit dem Wesen einer Zentralnotenbank unvereinbar sei¹⁶⁷. Mit dem Wegfall dieser festen Kantonsentschädigungen, von dessen Notwendigkeit die Bank die Kantone zu überzeugen suchte¹⁶⁸, wäre dieser Zustand aber beseitigt worden.

Der Frage besonderer Reserven, wie sie eine Offen-Markt-Politik erfordert, ist auch in diesen Jahren keine Aufmerksamkeit geschenkt worden.

Vor der Abwertung des Schweizerfranken sind die Arbeiten an der in Aussicht genommenen Gesetzesrevision zurückgestellt worden, weil „die Organe der Bank durch die Erfüllung praktischer Aufgaben voll in Anspruch genommen wurden“¹⁶⁹. „Wegen der sich zuspitzenden

¹⁶³ Protokoll der Konferenz der kantonalen Finanzdirektoren, Sitten, 16./17. April 1937.

¹⁶⁴ Dies wird vermutet von: Kriz M., a. a. O. S. 146; Wüthrich E., a. a. O. S. 3.

¹⁶⁵ Nach den Bestimmungen des Notenbankgesetzes muß der Bund, sofern das Geschäftsergebnis der Bank die Vergütung dieser Kopfquote nicht gestattet, dieselbe den Kantonen vorschießen, wobei die Bank zur Verzinsung und Tilgung dieser Vorschüsse verpflichtet ist.

¹⁶⁶ Riedmatten A., La participation des Cantons aux bénéfices de la Banque Nationale Suisse, 1939, S. 63; Die ursprünglich gehegte Erwartung, daß die SNB stets ohne weiteres ein Betriebsergebnis zu erzielen vermöge, welches sie in die Lage versetzt, den Kantonen diese Entschädigung zu bezahlen, hat sich schon bald als nicht gerechtfertigt erwiesen. Die schon vor Beginn des Ersten Weltkrieges angestrebte Revision des Art. 28 hat wegen des Widerstandes der Kantone aber nicht durchgeführt werden können. Es ist deshalb damals der Ausweg beschritten worden, der Bank durch die Gesetzesnovelle von 1911 über eine Erweiterung des Geschäftskreises eine höhere Rentabilität zu sichern.

¹⁶⁷ Schneebeil, Denkschrift SNB für das Jahr 1931.

¹⁶⁸ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1934.

¹⁶⁹ Referat gehalten an der außerordentl. GV der SNB, Juli 1935.

internationalen politischen Lage ist die Revision des schweizerischen Notenbankgesetzes nach 1936 erneut auf unbestimmte Zeit verschoben worden“¹⁷⁰.

Die Schweizerische Nationalbank hat jedoch bereits nach 1932 die im Notenbankgesetz außerdem noch vorgesehenen, von der Höhe des Reingewinnes *abhängigen* Gewinnausschüttungen an die öffentliche Hand im Einvernehmen mit Bund und Kantonen eingestellt und sich auf die Auszahlung der Kopfquote an die Kantone beschränkt.

Das Unterbleiben einer Gesetzesrevision hat die Schweizerische Nationalbank ferner nicht daran gehindert, in neuer Interpretation der bestehenden gesetzlichen Bestimmungen eine Methode zur Beeinflussung der Zinssätze des Geldmarktes zu entwickeln, welche nicht nur den erwähnten Wünschen der Geschäftsbanken Rechnung getragen hat, sondern auch, wie angestrebt, die Marktposition der Bank gestärkt hat. Diese hat in der Erteilung von Rediskontzusagen für nach den früheren diskontpolitischen Grundsätzen nicht notenbankfähige (weil nicht auf Grund einer Handelsoperation entstandene), in Wechselform gekleidete, von der Notenbank als „wirtschaftlich gerechtfertigt“ erachtete Kredite der Geschäftsbanken an die Privatwirtschaft bestanden.

So hat die Schweizerische Nationalbank den Geschäftsbanken bisher die kurzfristige Mobilisierung von Meliorationskrediten an die Landwirtschaft und von Krediten aus der Bevorschussung transfergesicherter Clearingguthaben und Sperrkonten der Exportindustrie innerhalb der ordentlichen Diskontolimiten der einreichenden Banken zugesagt¹⁷¹.

Es handelt sich dabei offensichtlich nicht um eine reine Geldmengenspolitik, sondern um eine selektive Kreditpolitik, auf deren in Aussicht genommenen Ausbau an anderer Stelle noch zurückzukommen ist¹⁷².

Infolge der ständig großen Liquidität der schweizerischen Geschäftsbanken nach 1936 ist eine effektive Beanspruchung des Notenbankkredites durch diese Rediskontzusagen bisher nicht erfolgt.

Zu den Faktoren, welche eine formelle Erweiterung des Geschäftskreises der Schweizerischen Nationalbank durch eine Gesetzesrevision im Jahre 1937 wieder als weniger dringend haben erscheinen lassen, dürfte außerdem die völlige Umgestaltung der Verhältnisse auf dem schweizerischen Kreditmarkt nach der Abwertung des Schweizerfranken gehören, die den Problemen einer expansiven Kreditpolitik ihre Aktualität genommen hat. Die veränderte Lage hat dann aber sogar zur Forderung nach einer restriktiven Offen-Markt-Politik geführt.

¹⁷⁰ Gyax P., Schweizerische Kreditprobleme 1930—1948; in: Probleme der Währung und der öffentlichen Finanzen, 1949, S. 254.

¹⁷¹ Siehe Geschäftsberichte der SNB für die Jahre 1934, S. 25; 1936, S. 16; 1937, S. 14; 1938, S. 16; 1942, S. 12; 1943, S. 12.

¹⁷² Siehe unter F., d.; es handelt sich dabei, wie an dieser Stelle noch einmal hervorgehoben werden soll, nicht um eine Offen-Markt-Politik, sondern um eine Politik der Krediterleichterung.

II. Die Periode von 1936—1941

i) Die allgemeine Lage der schweizerischen Volkswirtschaft und des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes 1936—1938

Nach der Abwertung des Schweizerfranken¹⁷³, die nicht aus währungstechnischen, sondern aus wirtschaftspolitischen Gründen erfolgte und in deren Erwartung ausländisches und inländisches Kapital aus der schweizerischen Währung geflüchtet war, veränderten sich die Verhältnisse auf dem schweizerischen Kreditmarkt fast mit einem Schlage grundlegend. Da allgemein die Überzeugung bestand, daß erneute Währungsmanipulationen in der Schweiz nicht zu erwarten seien, kehrten diese Gelder wieder zurück. Damit floß ein breiter, durch den Zufluß neuen ausländischen Fluchtkapitals und den fortgesetzten Abbau schweizerischer Kapitalanlagen im Ausland verstärkter Kapitalstrom in die Schweiz, der sich in einer starken Zunahme des Goldbestandes der Schweizerischen Nationalbank äußerte und in kurzer Zeit zu einer Überliquidität des Geldmarktes und zu einer völligen Entspannung auf dem Kapitalmarkt führte.

Diese mit einem starken Absinken der Zinssätze verbundene autonome Marktverflüssigung setzte sich bis Mitte des Jahres 1938 fast ununterbrochen fort. Das Stadium der allgemeinen Verflüssigung auf allen Sektoren des Marktes war gegen Ende des Jahres 1937 erreicht¹⁷⁴. Die durchschnittliche Rendite der Obligationen des Bundes fiel in dieser Zeit von 4,5 % auf 3,5 %. Die $3\frac{1}{2}$ % Obligationen der SBB Serie A—K notierten bereits im Dezember 1936 mit über 102 %.

Eine gegenläufige Bewegung der Zinssätze vor allem auf dem Kapitalmarkt setzte erstmals vorübergehend wieder ein, als die sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1938 zuspitzende internationale politische Lage zu einer zunehmenden Notenhortung und erneuter Kapitalflucht führte¹⁷⁵.

Es ist umstritten, inwieweit die Besserung der Wirtschaftslage in der Schweiz nach der Abwertung auf diese selbst zurückzuführen ist. Es steht dagegen fest, daß der Umschwung auf dem Kreditmarkt ihre unmittelbare Wirkung gewesen ist. Die Verflüssigung des Kreditmarktes hat ein solches Ausmaß angenommen, daß die Schweizerische Nationalbank in Übereinstimmung mit von anderer Seite verschiedentlich geäußerten Bedenken von einer „latenten Inflationsgefahr“ und den

¹⁷³ BRB vom 27. Sept. 1936; dieser setzte den Münzfuß neu und zwar in Form einer Rahmenparität fest, verlieh den Noten der SNB den gesetzlichen Kurs und hob die seit 1929 wieder bestehende Pflicht derselben zur Noteneinlösung in Gold auf. (Die Noten der SNB wurden damit obligatorisches und definitives Geld.) Die weiterbestehende Verpflichtung der SNB zur Einlösung ihrer Noten in Gold im Zahlungsverkehr mit dem Ausland ergab sich aus ihrer in Art. 3 des Abwertungsbeschlusses festgelegten Aufgabe zur Aufrechterhaltung der neuen Goldparität des Schweizerfranken.

¹⁷⁴ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1937, S. 51 und 1938, S. 1/2.

¹⁷⁵ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938; Schweizerisches Finanzjahrbuch 1938, S. 44.

„nachteiligen Wirkungen zu tiefer Zinssätze“ gesprochen hat¹⁷⁶. Der Umstand, daß das schweizerische Preisniveau nach einem leichten Ansteigen im Jahre 1937 bis zum Jahre 1939 aber weitgehend stabil geblieben ist, stellt vielleicht ebenfalls eine Erklärung dafür dar, daß die Schweizerische Nationalbank die Durchführung restriktiver Offen-Markt-Operationen abgelehnt hat. Die Bank hat jedenfalls erklärt, daß sie die Entwicklung der Preise aufmerksam verfolge, obwohl sie es ablehne, ihre Politik ausschließlich an den Bewegungen einer Preisindexziffer zu orientieren¹⁷⁷.

k) Die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu restriktiven Offen-Markt-Operationen: Offen-Markt-Politik zur Abschöpfung und Bindung von überflüssigen Mitteln des Marktes

Die durch die übermäßige Geldfülle aufgeworfenen Probleme haben nicht nur auf der Tagesordnung einer Konferenz gestanden, zu welcher das eidgenössische Finanzdepartement Vertreter der verschiedenen Wirtschaftsgruppen im Januar des Jahres 1937 berufen hat, sondern sind auch der Gegenstand von Diskussionen innerhalb der bereits genannten begutachtenden Kommission für Wirtschaftsgesetzgebung¹⁷⁸ gewesen. „Die dabei aufgeworfene Frage, ob die überschüssigen Mittel des Marktes, insbesondere soweit sie nicht als dauernd verfügbar angesehen werden könnten, nicht auf irgendeine Weise sterilisiert werden sollten, hat jedoch kaum Beachtung gefunden“¹⁷⁹. Dem entspricht, daß der Kommissionsbericht eine Politik der Geldsterilisierung durch fiskal- oder kreditpolitische Mittel gar nicht erwähnt. Es wird darin lediglich darauf hingewiesen, daß unter Umständen eine Förderung des Kapitalexportes in Erwägung zu ziehen sei.

„So gut wie ein Staat Kosten aufwendet“, hat ein Mitglied dieser Kommission, welches nach Prüfung anderer Möglichkeiten von der Zweckmäßigkeit der Durchführung restriktiver Offen-Markt-Operationen überzeugt gewesen ist, an anderer Stelle festgestellt¹⁸⁰, „um die Überschwemmung durch einen Fluß oder einen See zu verhüten oder, wenn dies nicht gelungen ist, rückgängig zu machen und den Schaden der Bevölkerung mitzutragen, oder so gut sich ein Land gewaltige Opfer auferlegt, um vor einer militärischen Invasion geschützt zu sein, so gut kann es eine Regierung verantworten, Kosten aufzuwenden, um einer monetären Invasion vorzubeugen oder sie, wenn das Unglück bereits geschehen ist, nachträglich sofern dies noch möglich sein sollte, unschädlich zu machen. Es wird aber niemand überraschen, wenn er sehen mußte, wie man im Publikum über Sterilisierungsanleihen, deren Verzinsung durch Einschränkung anderer Ausgaben oder gar durch zusätzliche Steuern aufzubringen wäre, fast durchwegs den Kopf schütteln würde. Da ein solches Vorgehen der Kritik der öffentlichen Meinung

¹⁷⁶ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

¹⁷⁷ Referat gehalten an der außerordentl. GV der SNB, Juli 1935.

¹⁷⁸ Siehe unter E., g.

¹⁷⁹ Kellenberger E., Kapitalexport und Zahlungsbilanz, 1939, 2. Bd., S. 261.

¹⁸⁰ Ebenda, S. 345, 361.

gewiß sein kann, hätte die Regierung ein ganz außerordentliches Maß von Einsicht und vor allem Mut aufzubringen, um es dennoch durchzusetzen“.

Von gleicher Seite ist später die Meinung geäußert worden, auch die Schweizerische Nationalbank habe die Kosten einer Sterilisierung des einfließenden Goldes durch Ausgabe von Sterilisierungswechseln gescheut und sich außerdem nicht an eine solche notwendig gegen die Zinssenkung gerichtete Politik herangewagt ¹⁸¹.

Daß die Möglichkeit zu derartigen Interventionen von der Schweizerischen Nationalbank durchaus gesehen worden ist, geht schon daraus hervor, daß sie selber ausdrücklich auf die in jener Zeit in den Vereinigten Staaten vom Schatzamt auf diese Weise durchgeführte Goldsterilisierungspolitik hingewiesen hat ¹⁸².

Tatsache ist, daß sich die Bank damals bei der großen Flüssigkeit des Marktes, welche eine sehr geringe Beanspruchung ihres Kredites und damit den Ausfall von Erträgen aus dem Diskont- und Lombardgeschäft zur Folge gehabt hat, wieder in einer prekären Lage befunden hat, auf die in aller Öffentlichkeit hinzuweisen sie nicht unterlassen hat. „In den ersten drei Monaten des Jahres (1937) hat das gesamte Betriebsergebnis nicht einmal zur Deckung der Verwaltungskosten ausgereicht“ ¹⁸³. Dies hat die Notenbank in einem Zeitpunkt, in welchem eine weitere Marktverflüssigung bereits als unerwünscht gelten konnte, dann sogar zu beträchtlichen Wertpapierkäufen zum Zwecke der Steigerung der Erträge aus dem Wertschriftenportefeuille veranlaßt ¹⁸⁴.

Die Schweizerische Nationalbank hat jedoch auch nichts unternommen, um den Bund zu einer Sterilisierungspolitik zu veranlassen. Im Hinblick auf die vorzeitige Kündigung verschiedener Anleihen des Bundes und deren nur teilweiser Konversion, die dem Markt weitere Mittel zuführte ¹⁸⁵, bezeichnete sie es sogar als widersinnig, wenn der Bund den Kapitalmarkt beanspruchen und dafür Zinsen bezahlen würde, solange er noch anderweitig flüssige Mittel zinslos liegen habe ¹⁸⁶.

Das Argument der Bank, es habe sich bei den vom Bund zurückbezahlten Anleihebeträgen nicht um Summen gehandelt, welche die Verfassung des Marktes *maßgebend* beinflußt hätten ¹⁸⁷, ändert nichts daran, daß sie jede mit einem Zinsopfer verbundene Geldsterilisierungspolitik abgelehnt hat. Indirekt ist damit übrigens die Wirksamkeit von Offen-Markt-Operationen mit derartigen Zielsetzungen zugegeben.

¹⁸¹ Kellenberger E., Kapitalexport und Zahlungsbilanz, 1939, 1. Bd., S. 88, und 2. Bd., S. 344, 361, 370.

¹⁸² Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

¹⁸³ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

¹⁸⁴ Die Erhöhung der täglich fälligen Verbindlichkeiten der Schweizerischen Nationalbank im April 1938 geht hauptsächlich auf Wertschriftenkäufe derselben im Betrage von 70 Mill. Fr. zurück.

¹⁸⁵ Es handelt sich um den Betrag von 310 Mill. Fr., siehe Schweizerisches Finanzjahrbuch 1937, S. 50.

¹⁸⁶ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

¹⁸⁷ Ebenda.

Dagegen hat die Schweizerische Nationalbank den von der Kommission für Wirtschaftsgesetzgebung gemachten Vorschlag, zur Abschöpfung von Mitteln des Marktes erstklassige ausländische Börsenwerte in der Schweiz einzuführen, aufgegriffen und Schritte unternommen, um dessen Verwirklichung zu fördern¹⁸⁸. Dabei dürfte die im Kommissionsbericht hervorgehobene Erwägung, daß die laufenden Erträge dieser Wertpapiere das schweizerische Volkseinkommen vergrößern würden, stark ins Gewicht gefallen sein. Im Hinblick auf das praktische Ergebnis dieses Vorgehens ist aber im Jahre 1939 von anderer Seite die Auffassung vertreten worden, daß eine elastisch geführte Offen-Markt-Politik dadurch in keiner Weise hat ersetzt werden können¹⁸⁹.

Mit dem erneuten Zustrom ausländischen Kapitals von ausgesprochenem Fluchtgeldcharakter im Laufe des Jahres 1937 kamen die Gefahren des „hot money“¹⁹⁰, auf welche bereits unmittelbar nach der Abwertung in einer im Parlament eingebrachten Interpellation aufmerksam gemacht worden war¹⁹¹, wiederum zur Sprache. Der Zufluß solcher unsteter Gelder wurde auch von der Schweizerischen Nationalbank, welche seit jeher für eine möglichst große Stabilität der Kreditsituation und der Zinssätze eingetreten war, als unerwünscht bezeichnet¹⁹².

Die Bank vertrat jedoch die Auffassung, daß eine Inaktivierung dieser Gelder durch Ausgabe von Schatzwechseln deshalb nicht möglich sei, weil diese andere Formen der Anlage wählen und sich damit einer Sterilisierung entziehen würden¹⁹³.

Es hätte sich aber gar nicht um die Bindung der Fluchtgelder selbst, sondern nur um die Inaktivierung eines ungefähr entsprechenden Betrages an Marktmitteln überhaupt handeln müssen, welche bei einer Zusammenarbeit zwischen Bund und Notenbank auf dem Geld- und Kapitalmarkt hätte angesetzt und beim Abfluß von Fluchtgeldern wieder hätte rückgängig gemacht werden können. Die vielfach geäußerte Besorgnis, daß die überschüssigen Mittel des Marktes die Spekulation an der Börse anregen und zu ungesundem, weil voraussichtlich nur vorübergehenden Steigerungen der Wertpapierkurse führen könnten¹⁹⁴, hat sich denn auch als gerechtfertigt erwiesen¹⁹⁵. Die Schweizerische Nationalbank hat selbst zugegeben, daß bei einem Tiefstand der Neubeausspruchung des Marktes eine starke und unerwünschte Nachfrage nach schweizerischen Titeln von Seiten ausländischer Gelder bestanden hat¹⁹⁶. Sie hat sich jedoch — in Ablehnung von Zwangsmaßnahmen und von direk-

188 Siehe Geschäftsberichte der SNB für die Jahre 1937, S. 18; 1938, S. 20; 1939, S. 20 und Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938.

189 Kellenberger E., Kapitalexport und Zahlungsbilanz, 1939, 2. Bd., S. 922.

190 Es handelt sich dabei um Gelder, die sich je nach der Entwicklung der politischen Lage oder währungspolitischen Ereignissen in unberechenbarer und schlagartiger Weise von Land zu Land bewegen.

191 Interpellation Gnägi, Nationalrat, vom 7. Dezember 1936.

192 Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937, S. 12.

193 Ebenda S. 9.

194 Schweizerisches Finanzjahrbuch 1937, S. 47.

195 Schweizerisches Finanzjahrbuch 1938, S. 49/50

196 Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938, S. 18/19.

ten Eingriffen in den freien Kapitalverkehr und in Ergänzung fehlender gesetzlicher Handhaben zur Überwachung des Kapitalimportes — darauf beschränkt, im November 1937 mit den Geschäftsbanken ein Gentleman Agreement betreffend die Abdrängung ausländischer Fluchtgelder, welche durch die Sistierung der Verzinsung für im Besitz von Ausländern befindliche Sichtguthaben erreichen sollte, abzuschließen¹⁹⁷.

Es darf aber angenommen werden, daß dieses Abkommen seinen Zweck nicht nur nicht erfüllt, sondern ausländische Gelder geradezu auf den schweizerischen Effektenmarkt abgedrängt hat, sodaß auf diesem mit plötzlichen größeren Liquidationen gerechnet werden mußte¹⁹⁸. Indem sich bedeutende Beträge von Schweizerwerten in ausländischem Besitz befanden, haben sich die auftretenden internationalen politischen Spannungen für den schweizerischen Anlagemarkt in verschärftem Maße ausgewirkt und den Kurseinbruch im September des Jahres 1938, welcher die durchschnittliche Rendite der Bundestitel gegenüber dem Vormonat um fast ein volles Prozent erhöhte, verstärkt¹⁹⁹.

Die Regulierung des freien und internationalen Kapitalbewegungen ausgesetzten Kreditmarktes ist damals als „ein ungelöstes Problem der schweizerischen Kreditpolitik“ bezeichnet und die Forderung erhoben worden, daß die Schweizerische Nationalbank in Zukunft die Marktlage und das Zinsniveau mittels einer systematischen Offen-Markt-Politik vor plötzlichen großen Schwankungen zu bewahren habe²⁰⁰.

Im Jahre 1938 dürften Offen-Markt-Operationen tatsächlich vorwiegend deshalb unterlassen worden sein, weil Voraussetzungen reditlicher oder sachlicher Art nach wie vor gefehlt haben oder jedenfalls unzureichend gewesen sind. Verschiedenes spricht dafür, daß die Unterlassung der Emission von Sterilisierungswechseln und -anleihen zur Abschöpfung und Bindung überflüssiger Mittel des Marktes in der ersten Hälfte des Jahres 1938 bis zu einem gewissen Grade für das Absinken der Kurse der Bundestitel in der zweiten Hälfte des Jahres 1938 verantwortlich gemacht werden kann. Eine Stützung der Kurse dieser Papiere durch Offen-Markt-Käufe ist dann ebenfalls nicht durchgeführt worden. In beiden Fällen, in welchen eine Offen-Markt-Politik ohne Zweifel zweckmäßig und erfolgversprechend gewesen wäre, hat deren Fehlen allerdings — gesamtwirtschaftlich gesehen — keine Folgen gehabt, die den Wirtschaftsablauf entscheidend und in nachteiligem Sinne beeinflußt haben. Letzteres wäre — mit umgekehrtem Vorzeichen — ebensowenig von der Durchführung von Offen-Markt-Operationen zu erwarten gewesen. Der Offen-Markt-Politik wäre lediglich die Rolle eines Ordnungsfaktors auf dem Kreditmarkt im Rahmen der in der Schweiz angestrebten möglichst großen Stabilität der Lage des Kreditmarktes und der Zinssätze zugekommen. Diese Politik ist geeignet, Faktoren der Unsicherheit und Spekulation, welche durch ständig und stark schwankende Zinssätze hervorgerufen werden, zu beseitigen.

197 Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937, S. 12.

198 Schweizerisches Finanzjahrbuch 1937, S. 51.

199 Schweizerisches Finanzjahrbuch 1938, S. 46.

200 Weber M., Gegenwartsfragen der schweizerischen Wirtschaft, 1938, S. 83.

l) Die allgemeine Lage des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes 1939—1941

Die Kapitalabwanderung im Jahre 1938 führte noch nicht zu einer Beeinflussung der Gesamtverfassung des schweizerischen Kreditmarktes. Ein eigentlicher Tendenzumschwung, welcher auf verschiedenen Sektoren des Marktes Zinserhöhungen zur Folge hatte, trat erst im Laufe des Jahres 1939 ein. Auf dem Geldmarkt konnte zwar von einer Verknappung nicht gesprochen werden, aber der Kapitalmarkt reagierte heftig auf die politischen Ereignisse, was als ein Beweis für die geringe Befestigung des billigen Geldstandes, „der herbeigewünscht und mit aller Gewalt gefördert worden ist“²⁰¹, angesehen wurde.

Insbesondere drückten fortgesetzte, auf eine schwache Nachfrage stoßende Realisationen von Anleihetiteln des Bundes durch ausländische Besitzer stark auf das Kursniveau dieser Papiere²⁰². In der gleichen Richtung wirkten aber auch durch Geldabhebungen hervorgerufene Titelverkäufe schweizerischer Geschäftsbanken²⁰³, während gleichzeitig eine zunehmende Notenhortung dem Kapitalmarkt beträchtliche Mittel vorenthielt.

Die durchschnittliche Rendite der Bundestitel stieg mit besonders starken Ausschlägen im März und September vom Januar bis September 1939 von 3,2 % auf 4,4 % und erreichte, da der Kursdruck zu Beginn des folgenden Jahres anhielt, im April 1940 4,5 %. Bereits in den ersten Maitagen begannen dann die Kurse unter dem Eindruck der militärischen Ereignisse²⁰⁴ schnell weiter abzusinken, wobei das Einsetzen panikartiger Titelverkäufe zu einem vollständigen Kurszusammenbruch zu führen drohte.

Die Schließung aller schweizerischen Börsen, welche sich bei Kriegsausbruch nicht als notwendig erwiesen hatte, ließ sich daraufhin nicht mehr umgehen.

In der zweiten Hälfte des Jahres 1940 machte sich auf dem Markt Bundestitel wieder eine durchgreifende Besserung geltend. Während die Rendite nach der Börsenschließung im außerbörslichen Verkehr über 5 $\frac{1}{2}$ % betragen hatte, unterschritt sie im Monat August wieder die 4 %-Grenze²⁰⁵.

Die seit Beginn des Jahres 1939 eingetretene Anspannung des schweizerischen Kreditmarktes verschwand, nachdem sie in der ersten Hälfte des Jahres 1940 ihren Höhepunkt erreicht hatte, im Jahre 1941 wieder vollständig, was auf Kapitalrepatriierungen, sinkende Geld- und Kreditbedürfnisse der Privatwirtschaft bei Erschwerung der Wareneinfuhr und auch auf die Verteilung des Abwertungsgewinnes²⁰⁶ und eine kurz-

²⁰¹ Küng H., Aktuelle Probleme im Bankgewerbe, 1939, S. 35.

²⁰² Schweizerisches Finanzjahrbuch 1939, S. 41, 51.

²⁰³ Das Schweizerische Bankwesen 1939, S. 28.

²⁰⁴ Deutsche Westoffensive.

²⁰⁵ Die Wirtschaftslage in der Schweiz, Kommission für Konjunkturbeobachtung, Mitteilung Nr. 46, 1940, S. 4.

²⁰⁶ Siehe Anmerkung 223.

fristige Kreditgewährung der Schweizerischen Nationalbank an den Bund zurückzuführen ist.

Die Rendite der Bundestitel sank zu Beginn des Jahres 1941 fast wieder auf das Niveau des Jahres 1938 und hat sich, von erheblichen, aber nur vorübergehenden, wiederum durch militärische Ereignisse²⁰⁷ hervorgerufenen Kursrückgängen im November 1942 abgesehen, während der ganzen Dauer des Krieges durch eine ausgesprochene Stabilität ausgezeichnet.

m) Wunsch und Forderung nach einer Kurspflege auf dem Markt der Bundesanleihen und die zur Stützung der Kurse ergriffenen Maßnahmen

Das Fehlen einer stärkeren Nachfrage nach kommerziellen Krediten und das Bedürfnis nach Einschränkung des Zinsausfalles hatten seit 1936 zu einem Anwachsen der Wertschriftenbestände bei den schweizerischen Geschäftsbanken geführt. Angesichts der beträchtlichen Kursrisiken hielten besonders die vorwiegend mit kurzfristigen Fremdgeldern arbeitenden Handelsbanken diesen Ausweg aber für unbefriedigend²⁰⁸.

Für diejenigen Institute, wurde aus Bankkreisen dazu festgestellt²⁰⁹, welche aus Mangel an anderen Anlagemöglichkeiten auf die Anlage von Mitteln in Staatsanleihen angewiesen seien, um ihre Rechnung zu finden, gewinne die Stabilität der Kurse dieser Wertpapiere eine besondere Bedeutung. Auch wenn die Banken ihre Wertschriften als Daueranlage halten und dabei keineswegs gegen die Liquiditätsvorschriften des Bankengesetzes verstoßen würden, so sei doch für die Befriedigung aller gegebenenfalls an sie gerichteten Ansprüche die Frage entscheidend, ob der gesamte Aktivenkomplex jederzeit ohne schwere Verluste mobilisiert werden könne.

Das hiermit geäußerte und begründete Interesse an stabilen Zinssätzen erklärt sich vielleicht auch daraus, daß verschiedene Geschäftsbanken im Ertragsausfall, der sich bei gestiegenen Zinssätzen aus der geringeren Verzinsung der als Daueranlage vorgesehenen Effektenbestände ergeben hat, eine mehr oder weniger schwerwiegende konkurrenzwirtschaftliche Benachteiligung gegenüber anderen, auf die Wertschriftenanlage weniger angewiesenen Instituten erblickt haben.

Im Jahre 1940 hat das Ansteigen der Zinssätze dann im Parlament zur Forderung nach einer Politik der Zinssenkung geführt, die auf dem Wege einer Kursstützung der Staatsanleihen zu erfolgen habe²¹⁰.

In seiner Antwort ist der Bundesrat auf diesen besonderen Punkt aber nicht eingegangen, sondern hat lediglich die Versicherung abgegeben, daß im Rahmen der vorhandenen Möglichkeiten alles in der Macht

²⁰⁷ Alliierte Landung in Nordafrika.

²⁰⁸ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1939, S. 4.

²⁰⁹ Küng H., Aktuelle Probleme im Bankgewerbe, 1939.

²¹⁰ Interpellation Weber, Nationalrat, vom 21. Februar 1940.

der Bundesbehörden und der Schweizerischen Nationalbank Liegende getan werde, um der Zinssteigerung entgegenzuwirken ²¹¹.

Die gegen die Zinserhöhung ergriffenen Maßnahmen beschränkten sich vorerst auf die Niedrighaltung des offiziellen Diskontsatzes, eine Einflußnahme auf die Zinssätze der Kassaobligationen und Appelle zur Enthortung von Banknoten ²¹². Am 10. Mai 1940 wurde dann aber auf Ersuchen der Schweizerischen Nationalbank die Schließung aller schweizerischen Börsen verfügt. Damit sollte ein Fortschreiten des Kurszerfalles auf dem Markt der Bundestitel verhindert ²¹³ und die einer Kapitalflucht vorausgehenden Titelrealisationen erschwert werden ²¹⁴. Gleichzeitig schloß die Notenbank mit den Geschäftsbanken ein Gentlemen Agreement betreffend Beschränkungen in der Abgabe von Devisen an Inländer ab, wobei aber von einer Ausdehnung der vorgesehenen Restriktionen auf Ausländer bewußt abgesehen wurde ²¹⁵. Diese gegen die Kapitalflucht gerichtete Maßnahme verfolgte keineswegs die Verhinderung von Goldabflüssen als Selbstzweck, sondern sollte dazu dienen, dem Markt die vorhandenen Mittel zu erhalten. Daneben hat der Bundesrat erneut vorübergehende, für die Jahresbilanzen 1939 und 1940 anwendbare Erleichterungen für die Bewertung der Wertschriftenportefeuilles von Banken und Versicherungsinstituten geschaffen ²¹⁶, womit verhindert werden sollte, daß an sich gesunde Unternehmen einer Kreditschädigung ausgesetzt würden, weil sie, nur um den ordentlichen Bilanzierungsvorschriften des Obligationenrechtes nachzukommen, Defizitabschlüsse infolge übermäßiger Abschreibungen auf den Wertschriften hätten vornehmen müssen ²¹⁷.

Die Absicht zur Kursstützung auf dem Markt der Bundesanleihen geht auch aus der temporären Festsetzung von Mindestkursen bei Verkäufen solcher Papiere nach Wiedereröffnung der Börsen am 8. Juli 1940 hervor.

Auch wenn bei einer durch äußere Einflüsse hervorgerufenen Panikstimmung jede Kursstützung durch eine Offen-Markt-Politik zur Stabilhaltung der Kurse versagen müsse und eine vorübergehende Schließung der Börsen das einzig Richtige und Mögliche sei, wurde aus Bankkreisen im Jahre 1940 anlässlich der Wiedereröffnung der Börsen festgestellt ²¹⁸, so mache sich das Fehlen einer offen-markt-politischen Pflege der Kurse der Bundestitel doch in unliebsamer Weise bemerkbar. Mittels einer

²¹¹ Archiv für schweiz. Politik und Volkswirtschaft, 1941, Nr. 1, S. 1502.

²¹² Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1940, S. 20.

²¹³ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1940, S. 19.

²¹⁴ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1940, S. 21, 37.

²¹⁵ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1940, S. 13.

²¹⁶ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1939, S. 21; im Jahre 1939 hat der Bundesrat die Bilanzierungsvorschriften von OR Art. 656 in mehrfacher Hinsicht für dauernd ergänzt, s. BRB vom 21. Nov. 1939 und BB über das Eidgenössische Schuldbuch vom 21. Sept. 1939.

²¹⁷ Von den ihnen zugestandenen Erleichterungen in der Bewertung ihrer Wertschriften haben schlußendlich nur wenige Institute Gebrauch gemacht, Das Schweizerische Bankwesen, 1939, S. 29.

²¹⁸ Küng H., Aktuelle Probleme im Bankgewerbe, 1940.

solchen könnte manchen durch bruske Veränderungen am Kreditmarkt oder in der Wirtschaftslage hervorgerufenen Übertreibungen und Baissestimmungen an der Börse vorgebeugt oder die Spitze abgebrochen werden. Voraussetzung sei jedoch die Schaffung einer großzügig aufgebauten Auffangorganisation in den Händen der Schweizerischen Nationalbank, welche es in dieser Hinsicht bis jetzt bei den guten Vorsätzen habe bewenden lassen. Eine Kurspflege der eidgenössischen Papiere sei unerlässlich für ein stabiles Zinsniveau, das von der Notenbank schon immer angestrebt worden sei und an welchem der Staat und weite Kreise der Wirtschaft ein Interesse hätten. Den Gegnern jeder künstlichen Preisbeeinflussung, die behaupteten, der Marktmechanismus führe von selbst die notwendigen Korrekturen herbei, müsse entgegengehalten werden, daß Kursschwankungen auf dem Markt der Bundestitel jeweils das gesamte Zinsniveau aus dem Gleichgewicht werfen und zudem das Vertrauen in den Staatskredit herabsetzen würden.

n) Die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu einer Kurspflege auf dem Markt der Bundesanleihen mittels Offen-Markt-Politik

Die Wünschbarkeit und Zweckmäßigkeit einer offen-markt-politischen Kurspflege auf dem Markt der Bundestitel ist nun auch von der Schweizerischen Nationalbank zum ersten Male anerkannt worden, wobei diese hervorgehoben hat, daß eine solche ausgleichende Tätigkeit unter Umständen von großem Nutzen sein könne. Vor allem in den Jahren vor der Abwertung habe es sich gezeigt, daß es Fälle gebe, in denen eine Stützung der Kurse der Bundestitel auf dem offenen Markt in „unmittelbarem Interesse der Währungsverteidigung“ liege. Es bedürfe aber keiner besonderen Erklärung, daß solche Interventionen nur unter ganz bestimmten Voraussetzungen und in beschränktem Umfange erfolgen könnten ²¹⁹.

Auch wenn in Anbetracht der hohen Verschuldung der öffentlichen Hand die Zinssätze auf einem für den Schuldner tragbaren Maß gehalten werden müßten, so könne es sich nicht darum handeln, diese künstlich tief zu halten ²²⁰.

Die ablehnende Haltung der Bank gegenüber allen Begehren nach Verteilung von Mitteln des „Währungsausgleichsfonds“ ²²¹ erklärt sich unter anderem daraus, daß ihr, wie sie festgestellt hat ²²², verschiedene neue Aufgaben erwachsen seien, die sie nur mit dem Rückhalt auf besondere Reserven, der ihr größere Freiheiten in der Übernahme von Risiken geben würde, erfüllen könne. So sei es denkbar, daß ihr das Recht zugestanden würde, Teile des Ausgleichsfonds zu einer Kurspflege auf dem Markt der Bundestitel einzusetzen. Nachdem die Bank dieses

²¹⁹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1939.

²²⁰ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1939, S. 19.

²²¹ Im Jahre 1937 war von der Schweizerischen Nationalbank aus dem Abwertungsbuchgewinn ein besonderes, als Währungsausgleichsfonds bezeichnetes Goldverrechnungskonto geschaffen worden.

²²² Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938.

Recht nicht erhalten hat und dieser Fonds im Jahre 1940 größtenteils anderen Zwecken zugeführt worden ist ²²³, hat sie sich gegenüber allen Wünschen nach Interventionen dieser Art erneut auf mangelnde gesetzliche und sachliche Grundlagen berufen.

F. Die Periode nach 1941

I. Die Periode von 1941—1945

a) *Die allgemeine Lage des schweizerischen Kreditmarktes 1941—1945: Die Entstehung einer schwebenden Bundesschuld*

Die gegen Ende des Jahres 1940 wiedergewonnene Flüssigkeit des schweizerischen Kreditmarktes ist während der ganzen Dauer des Zweiten Weltkrieges aufrechterhalten geblieben. Dabei hat der Bund den Notenbankkredit im Unterschied zum Ersten Weltkrieg immer nur vorübergehend in Anspruch genommen. Seit Mitte des Jahres 1940 hat sich aber ein ununterbrochener Goldstrom in Richtung nach der Schweiz bewegt, welcher bis Ende 1945 zu einer Zunahme des im In- und Ausland befindlichen Goldbestandes der Schweizerischen Nationalbank um Gold im Werte von 2,6 Mrd. Fr. geführt hat ²²⁴.

Diese Goldzuflüsse sind vor allem die Folge der wirtschaftlichen Beziehungen gewesen, wie sie sich in dieser Periode zwischen der Schweiz und dem Ausland ergeben haben. Auf eine einfache Formel gebracht haben diese darin bestanden, daß den schweizerischen Exporten an Waren und Dienstleistungen durch eine Reihe kriegsbedingter Umstände keine entsprechenden Importe gegenübergestellt werden konnten ²²⁵. Durch diese Goldzuflüsse, die sich von 1940—1945 in einer Vergrößerung des inländischen Notenumlaufes um 1,6 Mrd. Fr. ausgewirkt haben ²²⁶, sind dem Kreditmarkt ständig neue Mittel zugeflossen. Dies gilt allerdings vor allem für den Geldmarkt, dem neben freigesetzten Betriebsmitteln der Privatindustrie auch langfristige Ersparnisse zugeflossen sind, die wegen der geringen Zinsmarge dem Kapitalmarkt vorenthalten wurden ²²⁷ oder als sogenannte Wartegelder bei der Ungewißheit der Entwicklung eine langfristige Bindung gescheut haben ²²⁸.

²²³ Durch BRB vom 30. April 1940 ist der Abwertungsgewinn bis auf einen Restbetrag von 250 Mill. Fr. an Bund und Kantone zur Verteilung gelangt und von diesen zur Deckung besonderer, im Zusammenhang mit der militärischen Landesverteidigung entstandener Staatsausgaben verwendet worden.

²²⁴ Von der Schweizerischen Nationalbank an den inländischen Markt abgegebenes Gold nicht inbegriffen.

²²⁵ Von 1942—1944 hat sich der übliche Passivsaldo der schweizerischen Handelsbilanz jedes Jahr verkleinert; im Jahre 1945 ist die schweizerische Handelsbilanz sogar aktiv gewesen.

²²⁶ Die Notenbank muß normalerweise der Wirtschaft den Gegenwert des zugeflossenen Goldes in Franken, sei es durch Gutschrift auf Girokonto oder in Banknoten, zur Verfügung stellen.

²²⁷ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1943, S. 12.

²²⁸ Sonderbericht der Gesellschaft für Wirtschaftsordnung der ETH, Nr. 89, Nov. 1946.

Die Checkrechnungen und Sichtguthaben aller schweizerischen Geschäftsbankgruppen sind von 2,7 Mrd. Fr. im Jahre 1940 auf 4,1 Mrd. Fr. im Jahre 1945 angewachsen und haben damit unter den verschiedenen Fremdgeldkategorien die stärkste Zunahme erfahren.

Der Bund hat zwar während des Krieges dem Kreditmarkt im Rahmen seiner Aufwendungen für die Landesverteidigung ständig in großem Umfang Mittel entzogen; dies hat sich aber immer nur in einer vorübergehenden Verknappung ausgewirkt, weil dem Markt der größte Teil dieser Mittel über die Ausgaben des Bundes in kurzer Zeit wieder zugeflossen ist und erneut zur Verfügung gestanden hat ²²⁹.

Dieser Kreislauf bildet eine weitere Erklärung dafür, warum der schweizerische Kreditmarkt seine Liquidität trotz der steigenden Staatsverschuldung nicht verloren hat. Letztere hat sich in einer starken Zunahme der Wertschriftenportefeuilles der schweizerischen Geschäftsbanken geäußert. Während Ende 1938 die Anlagen sämtlicher Geschäftsbankgruppen in langfristigen Bundesanleihen 2,1 % der Bilanzsumme ausgemacht haben, hat die entsprechende Ziffer Ende 1944 9,7 % betragen. Der prozentuale Anteil der Bundesanleihen am Wertschriftenportefeuille sämtlicher Geschäftsbankgruppen ist im gleichen Zeitraum von 24,5 auf 58,6 % angestiegen. Die ausgesprochenen Handelsbanken sind aber aus liquiditätspolitischen Gründen einer Anlage ihrer bedeutenden kurzfristigen Fremdgelder in langfristige Wertpapiere abgeneigt gewesen, obwohl ihnen diese Gelder praktisch längerfristig zur Verfügung gestanden haben.

Deshalb hat der Bund schon im Jahre 1939 seine Finanzierungstechnik geändert. Er hat sich zur Deckung seiner Kreditbedürfnisse in steigendem Maße auch an den offenen Geldmarkt gewendet und dabei eine in der Schweiz bisher nicht übliche Form der Kreditaufnahme geschaffen, von welcher schon mehrfach die Rede gewesen ist. So hat der Bund den verschiedenen Anlagebedürfnissen entgegenkommend nicht nur sogenannte kombinierte Anleihen ²³⁰ emittiert, sondern auch über die Schweizerische Nationalbank, welche dabei eine reine Vermittlerfunktion ausgeübt hat ²³¹, Schatzscheine von 1—3jähriger Laufzeit bei den Geschäftsbanken zu einem den offiziellen Diskontsatz durchschnittlich um 1 % übersteigenden Satz untergebracht. Von 1939—1945 haben diese ungefähr 80 % dieser Papiere, welche automatisch jeweils innerhalb von 6 Monaten fällig wurden ²³² und deshalb ²³³ eine hochliquide Anlage darstellten, in ihren Portefeuilles behalten.

²²⁹ Geschäftsberichte der SNB für die Jahre 1943, S. 11; 1944, S. 14; 1945, S. 13.

²³⁰ Bestehend aus drei Tranchen (Kassascheine mit 1—5jähriger Laufzeit, Obligationenanleihen mit 10—15 und 20—30jähriger Laufzeit), so z. B. die Emissionen vom Mai und November 1941, vom Juni 1942 und Oktober 1943.

²³¹ BBl. 1945 I, S. 869.

²³² Siehe: Die Banken im Dienste der Arbeitsbeschaffung, Basler Handelsbank, Bulletin Nr. 410, April 1944, S. 4.

²³³ Nach Art. 14 der VVO Bankengesetz 1934 zählen Schatzscheine, deren Laufzeit 3 Monate nicht mehr übersteigt, zu den greifbaren Mitteln, da sie jederzeit innerhalb der ordentlichen Diskontolimiten bei der SNB diskontiert werden können. Reskriptionen, deren Laufzeit drei Monate übersteigt, gehören dagegen nach dem Gesetz zur Kategorie der leicht verwertbaren Aktiven.

Zwei erste Emissionen solcher Reskriptionen im Gesamtbetrage von 320 Mill. Fr. im Jahre 1939 haben es dem Bund ermöglicht, bei angespanntem Kapitalmarkt auf die Emission einer Obligationenanleihe zu verzichten²³⁴. Die 290 Mill. Fr. welche dem Bund im folgenden Jahre auf die gleiche Weise zugeflossen sind, haben 45% der Nettobeanspruchung des offenen Marktes durch Emission von Wertpapieren des Bundes ausgemacht²³⁵. Im Jahre 1944 hat die Reskriptionenschuld des Bundes (ohne direkt bei der Schweizerischen Nationalbank diskontierte Schatzwechsel) 1,1 Mrd. Fr. betragen und zu den ausstehenden Obligationenanleihen des Bundes und der SBB (Kassascheine und im eidg. Schuldbuch eingetragene Forderungen inbegriffen) in einem Verhältnis von 12 : 88 gestanden.

Durch diese kurzfristige Verschuldung hat sich der Bund die billigen Mittel des Geldmarktes nutzbar machen, Rücksicht auf die begrenzte Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes und ein verstärktes Liquiditätsbedürfnis der Geldgeber nehmen und außerdem einem dringenden Anlagebedarf der Geschäftsbanken entsprechen können. Die Erwägung, daß damit eine Voraussetzung für neuartige Kreditgeschäfte der Schweizerischen Nationalbank geschaffen würde, hat, wenn sie überhaupt vorhanden gewesen ist, durchaus im Hintergrund gestanden.

Der Bund hat diese Finanzierungsart aber auch nach Kriegsende beibehalten, obwohl sich gerade die Notenbank mit den gleichen Argumenten wie früher²³⁶ wiederholt für einen Abbau und eine Konsolidierung dieser schwebenden Bundesschuld ausgesprochen hat²³⁷.

Ende 1950 hat der Bestand an auf dem offenen Markt ausstehenden Schatzscheinen des Bundes rund 1,2 Mrd. Fr. betragen. Diesen formell und materiell kurzfristigen Schulden haben liquide oder leicht realisierbare Aktiven (eigene Goldbestände, Guthaben bei der Notenbank, Kassa- und Postscheckguthaben, Warenvorräte und Auslandsguthaben) im Werte von 1,3 Mrd. Fr. gegenüberstanden, was zeigt, daß sich von einer ungesunden Entwicklung der schwebenden Bundesschuld nicht sprechen läßt.

Es wird noch aufgezeigt werden, welche Bedeutung diese Finanzierungsart nach 1945 für eine Offen-Markt-Politik bereits erhalten hat und in Zukunft erhalten könnte.

Im Folgenden ist unter anderem auf gewisse Aspekte einer Kurspflege der Bundestitel einzugehen, welche unter dem Hinweis auf die angewachsene Staatsschuld erneut gefordert worden ist.

b) Die Gründe für die Ablehnung kreditpolitischer Maßnahmen zur Bekämpfung von Preiserhöhungen zu Beginn des Zweiten Weltkrieges

Nach Ausbruch des Zweiten Weltkrieges sind auch in der Schweiz eine ganze Reihe von Maßnahmen mit dem Ziel der Verhinderung eines

²³⁴ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1939, S. 18.

²³⁵ Entsprechende Zahlen: 1943: 5 %, 1944: 23 %.

²³⁶ Siehe unter D., d.

²³⁷ Referate zu den Geschäftsberichten der SNB für die Jahre 1940, 1944 und 1950.

inflatatorischen Preisauftriebes, über dessen nachteilige Wirkungen keine Zweifel bestanden haben, ergriffen worden.

Inflatatorische Preiserhöhungen hätten nicht nur zu sozialen Spannungen und womöglich zur Auslösung einer Lohn-Preis-Spirale führen ²³⁸, sondern — bei stabiler Goldparität des Schweizerfranken — in der Zukunft die Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Exportindustrie beeinträchtigen, eine Konkurrenzierung der Binnenwirtschaft durch Importe zur Folge haben und damit die Aufrechterhaltung eines hohen Beschäftigungsgrades in der Schweiz gefährden können ²³⁹.

Von einer mit der Untersuchung der Frage der Inflationsverhütung beauftragten Kommission ist nun aber festgestellt worden, daß eine „Reduktion der Geldmenge“ als Mittel zur Bekämpfung inflatorischer Tendenzen fast ganz ausscheide ²⁴⁰. Zu diesem Ergebnis dürfte einmal die Erwägung geführt haben, es werde dem Bund nicht möglich sein, sich die zur Deckung seiner außerordentlichen und unumgänglich notwendigen Ausgaben benötigten Mittel gänzlich auf dem Steuerwege zu beschaffen. Deshalb sollte, trotz der Gefahr eines von dieser Seite ausgehenden Druckes auf das Preisgefüge, die Flüssigkeit des Kreditmarktes aufrechterhalten werden, um dem Bund die Unterbringung von Anleihen am offenen Markt zu günstigen Bedingungen zu ermöglichen ²⁴¹.

Infolgedessen darf aus der im Bericht der Kommission geäußerten Meinung, die Schweizerische Nationalbank sei bei ihrem derzeitigen Status zu einer Reduktion der Geldmenge gar nicht in der Lage, nicht der Schluß gezogen werden, daß die Möglichkeit, dem Markt durch Steuern oder Anleihen Mittel zu entziehen und diese stillzulegen, völlig übersehen worden ist. Aus der Feststellung, es bestehe bei einer Politik der Einschränkung der Geldmenge so gut wie keine Gewähr dafür, daß gerade jene Nachfrage getroffen werde, deren Einschränkung erwünscht sei, scheint vielmehr die aus der Prüfung dieser Frage hervorgegangene Erkenntnis zu sprechen, daß durch restriktive Offen-Markt-Operationen wohl kurz- und langfristig angebotene Ersparnisse, nicht aber zu Konsumausgaben bestimmte, unmittelbar auf den Warenmärkten auftretende oder gehortete, potentielle Nachfrage darstellende Einkommensteile gebunden werden können.

Die genannte Kommission hat sich damit (jedenfalls indirekt) auch aus dem Grunde gegen die Durchführung restriktiver Offen-Markt-Operationen ausgesprochen, weil durch diese eine Beseitigung der un-

²³⁸ Über die Beeinflussung der Preise speziell von der Geldseite her, Memorandum der Preisbildungskommission, in: Die Volkswirtschaft, H. 2, 1940.

²³⁹ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1941, S. 9.

²⁴⁰ Bericht über die Maßnahmen zur Inflationsverhütung in der Schweiz, dem eidg. Volkswirtschaftsdepartement erstattet von der Kommission für Konjunkturbeobachtung und der Preisbildungskommission, 1940.

²⁴¹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1940; Wenn sich die SNB damals wiederholt für eine „Abschöpfung von Kaufkraft“ ausgesprochen hat, so hat sie damit nicht eine Geldsterilisierungspolitik, sondern eine Umleitung von Kaufkraft an den Staat durch fiskal- und anleihsenpolitische Mittel befürwortet.

erwünschten, weil bei verknapptem Warenangebot inflatorisch wirkenden Nachfrage bestimmter Nachfragerkategorien auf den Warenmärkten nicht hätte erreicht werden können. Es ist von ihr außerdem darauf hingewiesen worden, daß Preiserhöhungen, soweit sie auf gestiegene Preise der Importgüter oder auf durch Produktionsumstellungen im Inland bedingte Erhöhungen der realen Kosten zurückgeführt werden müßten, nicht durch eine auf die Stabilhaltung des Preisniveaus auf dem Vorkriegsstand hinzielende, monetäre Deflationspolitik bekämpft werden dürften, weil dies auf die Wirtschaft notwendig depressiv wirken müßte.

c) Offenmarktpolitische Praxis der Schweizerischen Nationalbank und des Bundes während des Zweiten Weltkrieges:

Goldabgaben an den offenen Markt und Goldsterilisierung durch Emission von Anleihen

Nachdem die Schweizerische Nationalbank die Verhinderung von Preissteigerungen, die durch eine mit den wirtschaftlichen Bedürfnissen des Landes nicht im Einklang stehende Geldschöpfung verursacht werden könnten, als notwendig bezeichnet hatte²⁴², sind von ihr und von Seiten des Bundes dennoch Maßnahmen ergriffen worden, um die durch ständige Goldzuflüsse hervorgerufene Vermehrung der in Händen der Wirtschaft befindlichen Notengeldmenge, durch welche zusätzliche Kaufkraft geschaffen und inflatorische Tendenzen trotz Preiskontrolle und Verbrauchsrationierung voraussichtlich gefördert worden wären²⁴³, so weit wie möglich zu verhindern. Es konnte sich dabei nur um Maßnahmen handeln, durch die eine Drosselung des Exportes, dessen Erliegen Arbeitslosigkeit im Inland mit sich gebracht hätte, vermieden wurde²⁴⁴.

So hat die Schweizerische Nationalbank vom Jahre 1941 an die Übernahme von Gold und Devisen, soweit diese aus dem Kapitalrücktransfer von schweizerischen Auslandsanlagen und dem Transfer von Zinszahlungen für schweizerische Auslandsanlagen stammten, abgelehnt²⁴⁵. Eine größere praktische Bedeutung hat dieses Vorgehen bei dem während des Krieges weitgehend unterbrochenen Finanzverkehr im betrachteten Zeitabschnitt allerdings nicht erhalten²⁴⁶. Auf die Frage der damit verbundenen Diskriminierung des Finanzverkehrs ist hier nicht einzugehen.

Während des Zweiten Weltkrieges hat die Schweizerische Nationalbank keine Offen-Markt-Operationen in Form der Weitergabe bei ihr diskontierten Reskriptionen des Bundes durchgeführt²⁴⁷, obwohl sie

²⁴² Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1940, S. 18; Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1940.

²⁴³ BBl. 1945 I, S. 871; BBl. 1947 I, S. 871.

²⁴⁴ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1946, S. 13; Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1944; BBl. 1945 I, S. 872.

²⁴⁵ Lockerungen im Jahre 1946, aufgehoben im Jahre 1949.

²⁴⁶ Die schweizerischen Guthaben in den USA wurden im Juni 1941 von der amerikanischen Regierung blockiert und erst im Juni 1946 wieder freigegeben.

²⁴⁷ Ackermann E., Art. Reskriptionen, in: Handbuch des schweizerischen Bank-, Geld- und Börsenwesens, 1947, S. 457.

immer wieder vorübergehend im Besitz solcher Papiere gewesen ist. Unter den von Notenbank und Bund ergriffenen Maßnahmen, die in einer Stauung des Gold- und Devisenzuflusses bestanden haben ²⁴⁸, besitzen sowohl die Goldausgaben der Schweizerischen Nationalbank an den offenen Markt als auch die Goldsterilisierung durch den Bund den Charakter von Offen-Markt-Operationen.

1. Die Goldabgabe der Schweizerischen Nationalbank an den offenen Markt

Von 1941 bis Ende 1945 hat die Schweizerische Nationalbank zuerst in bescheidenem ²⁴⁹, dann aber steigendem Umfang Gold vor allem in Form von demonetisierten Goldmünzen ²⁵⁰ im Betrage von rund 1 Mrd. Fr. ²⁵¹ an den offenen Markt weitergegeben, was angesichts einer großen Nachfrage des Publikums nach Gold, die sich nach 1940 in steigenden Marktpreisen für Goldbarren und Goldmünzen äußerte, ohne Schwierigkeiten möglich gewesen ist. Die Schweizerische Nationalbank hat aber aus währungspolitischen und juristischen Gründen darauf verzichtet, das Gold zu einem höheren Preis abzugeben, als der offiziellen Parität entsprochen hätte ²⁵².

Damit sollte nicht nur der spekulativ bedingten Hausse des Goldpreises, welche aus Gründen der Aufrechterhaltung der gesetzlichen Goldparität des Schweizerfranken unerwünscht war, der Boden entzogen ²⁵³, sondern auch Mittel des Marktes abgeschöpft werden ²⁵⁴.

Eine Abschwächung der Nachfrage auf den während des Krieges knapper versorgten Warenmärkten und somit eine antiinflationistische Wirkung dieser Goldabgaben ist aber bezweifelt worden, da angenommen werden mußte, daß ein nicht geringer Teil der Gelder, welche das Publikum zum Ankauf von Gold verwendete, aus Notenhorten stammte ²⁵⁵. Die Goldabgaben dürften dagegen die von der Schweizerischen Nationalbank angestrebte Auflösung von Notenhorten ²⁵⁶, welche durch die Emission von Sterilisierungsanleihen nicht hätte erreicht

²⁴⁸ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1946, S. 12.

²⁴⁹ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1943, S. 10.

²⁵⁰ Eine Remonetisierung dieser Goldmünzen konnte als ausgeschlossen gelten, da der Nominalwert dieser Goldmünzen weder mit dem gesetzlichen Münzfuß noch mit den damaligen Marktpreisen derselben übereinstimmte. Der Warencharakter der schweizerischen Goldmünzen wird dadurch betont, daß der Handel mit ihnen im Dezember 1942 mit der Umsatzsteuer belegt worden ist.

²⁵¹ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1946, S. 13; in dieser Ziffer sind die Goldabgaben an die goldverarbeitenden Industrien nicht inbegriffen.

²⁵² Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 13; Die SNB hielt sich nicht nur durch ein Abkommen vom Okt. 1936, in welchem sie sich verpflichtet hatte, im Verkehr mit verschiedenen ausländischen Notenbanken Gold zu festen Preisen zu kaufen und zu verkaufen, in dieser Hinsicht für gebunden; s. Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936, S. 9 und 21.

²⁵³ Votum Nobs, Stenographisches Protokoll, Ständerat, Herbstsession, vom 2. Okt. 1945.

²⁵⁴ Geschäftsbericht der SNB für die Jahre 1943, S. 10; 1944, S. 11; 1945, S. 11.

²⁵⁵ Sieber H., Der Stand der Dollarfrage, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1949, S. 20.

²⁵⁶ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1940.

werden können, und die Bildung kleiner Goldhorte ²⁵⁷ begünstigt haben. Außerdem hat eine entsprechende Vergrößerung des Notenumlaufes im banktechnischen Sinn damit vermieden und zumindest potentielle Kaufkraft abgeschöpft werden können. Eine eigentliche Reduktion des Notenumlaufes von Ende 1940 ist durch diese Goldabgaben aber nicht erfolgt.

2. Die Sterilisierung von Gold durch den Bund

Die oben gemachten zwei letzten Feststellungen treffen auch auf die Goldsterilisierungspolitik des Bundes zu, welcher nach 1942 dazu übergegangen ist, aus Warenexporten anfallende Goldbeträge auf eigene Rechnung zu übernehmen. Der Gegenwert dieses Goldes ist den Exporteuren zum Teil auf befristete Sperrkonten bei der Schweizerischen Nationalbank gutgeschrieben, zum Teil ausbezahlt worden.

Zur Auszahlung hat der Bund Mittel verwendet, die er sich auf dem Steuer- und Anleiheweg beschafft hat. Obwohl eine formale Zurechnung nicht möglich ist, kann diese Maßnahme deshalb zur Offen-Markt-Politik gerechnet werden, weil der Bund bei einem Verzicht auf diese Art der Goldsterilisierung den Kreditmarkt in entsprechend geringem Umfang hätte in Anspruch nehmen müssen, während eine Reduktion der Steuern sicher nicht erfolgt wäre.

Der gesamte Goldbestand des Bundes stieg von Gold im Werte von 10 Mill. Fr. im Jahre 1943 auf Gold im Werte von über einer Milliarde Franken Ende des Jahres 1945 an, wovon 71% durch Abgabe von Franken an den Markt bezahlt waren ²⁵⁸. Nach der offiziellen Version hat dieses Vorgehen des Bundes ebenfalls der Inflationsbekämpfung gedient ²⁵⁹. Inwieweit in Wirklichkeit durch die mit diesen Offen-Markt-Operationen verbundene Umschichtung von Aktiven — brachliegende, auf dem Kreditmarkt angebotene Gelder werden durch Anleihen abgeschöpft und der Exportindustrie, welche sie zumindest teilweise dem Einkommenskreislauf zuführt, ausbezahlt — eine Umwandlung von inaktiver in aktive Kaufkraft erfolgt ist, läßt sich nicht nachprüfen. Es ist jedoch keineswegs ausgeschlossen, daß eine solche stattgefunden hat, womit diese Offen-Markt-Operationen ebensowenig einen anti-inflatorischen Effekt gehabt hätten wie die Goldabgaben der Schweizerischen Nationalbank. Darüber hinaus ist die Sterilisierungspolitik des Bundes auch inkonsequent gewesen, weil sich dieser während des Krieges zu verschiedenen Malen Mittel durch Goldverkäufe an die Notenbank beschafft hat ²⁶⁰.

Auch wenn dies nicht der einzige Beweggrund gewesen ist, so scheint aus der Äußerung des Bundesrates, daß zukünftige Wertänderungen des Goldes der Deckung der Sterilisierungskosten dienen könnten ²⁶¹, doch hervorzugehen, daß die Goldpolitik des Bundes von gewissen rein

²⁵⁷ BBl. 1947 I, S. 809.

²⁵⁸ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1951, Tab. S. 120.

²⁵⁹ BBl. 1947 I, S. 805.

²⁶⁰ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1945.

²⁶¹ BBl. 1947 I, S. 805, 807.

privatwirtschaftlichen Spekulationen auf eine internationale Erhöhung des Goldpreises in der Nachkriegszeit nicht vollständig frei gewesen ist.

Die Offen-Markt-Politik der Schweizerischen Nationalbank und des Bundes dürfte im Rahmen der in der Schweiz während des Zweiten Weltkrieges inaugurierten Politik der Inflationsbekämpfung, an ihrer Effektivität gemessen, eine sehr geringe Bedeutung besessen haben. Das gleiche läßt sich vorwegnehmend hinsichtlich der Offen-Markt-Politik während der Hochkonjunktur der Jahre 1946—1948 sagen. Daran ändert die geldwert- oder sogar konjunkturpolitische Motivierung dieser Offen-Markt-Operationen nichts. Dies folgt einmal daraus, daß durch Offen-Markt-Operationen eine Einschränkung einer kreditunabhängigen wirksamen Nachfrage bestimmter Nachfragerkategorien nur in sehr beschränktem Ausmaß möglich ist. Es ergibt sich dies aber auch daraus, daß eine weitergehende restriktive Geldpolitik aus finanzpolitischen Gründen nicht in Frage kommen konnte.

d) Die Rolle der Schweizerischen Nationalbank und der Offen-Markt-Politik bei einer zukünftigen Beschäftigungspolitik

Nach Ausbruch der Weltwirtschaftskrise hat sich auch in der Schweiz die Revisionsbedürftigkeit der „extremliberalistischen“ Auffassung von der Wirksamkeit und dem Genügen selbstheilender Kräfte in einer auf privater Initiative beruhenden Wirtschaftsordnung erwiesen ²⁶², wobei ein Prozeß der Wandlung der herrschenden wirtschaftlichen Anschauungen in Gang gekommen ist.

Seit Mitte der Dreißigerjahre sind die Wege und Mittel zur völligen Überwindung der damaligen und zur Verhinderung oder Milderung einer zukünftigen Depression durch eine aktive Konjunkturpolitik sogar in den Mittelpunkt der wirtschaftspolitischen Diskussion getreten. Diese Diskussion ist auch im Zweiten Weltkrieg, während welchem es nicht an Stimmen gefehlt hat, die vor dem Eintritt einer mit Arbeitslosigkeit verbundenen Wirtschaftskrise in der Nachkriegszeit gewarnt haben, weitergeführt worden.

Dabei ist der Standpunkt klar hervorgetreten, daß eine monetär bedingte Deflation — d. h. eine geldseitig verursachte Beschränkung der Wirtschaftsumsätze, welche einen Druck auf das Preisniveau ausübt — nicht zugelassen werden dürfe und als Mittel der Wirtschaftsanpassung außer Betracht falle. Außer von Freigeldseite ist aber von niemandem behauptet worden, daß die Vollbeschäftigung allein mittels einer „reinen Geldmengenpolitik“, wie sie eine direkte Offen-Markt-Politik in Form des Kaufes und Verkaufes öffentlicher Schuldverschreibungen darstellt, aufrecht erhalten werden könne. Man ist vielmehr von der Forderung ausgegangen, daß der Staat die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen habe, auch wenn er keine Vollbeschäftigung garantieren könne und daß dies in Form öffentlicher Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen zu geschehen habe. Hinter dieser Forderung steht die Ansicht, — welche sich ihrerseits auf

²⁶² Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1936.

die durch Erfahrung und zahlreiche theoretische Untersuchungen in ihrer Berechtigung bestätigten Annahme stützt, daß das privatwirtschaftliche Investitionsvolumen weit zinsunabhängiger ist, als dies von der klassischen Theorie angenommen worden ist, — daß der Stand der Beschäftigung mit Hilfe einer Manipulierung der Zinssätze nicht in konjunkturpolitisch ausreichendem Maße beeinflußt werden kann. In der Schweiz ist jedenfalls die Wirtschaftskrise der Dreißigerjahre — ebenso wenig wie die spätere Hochkonjunktur der Jahre 1946—1948 — durch Veränderungen der Geldmenge und der Zinssätze hervorgerufen worden. Eine weitere Senkung der Zinssätze — denn um eine solche hätte es sich gehandelt — in den Jahren 1934—1936 hätte die Depression mit Sicherheit nicht beseitigt.

Im Hinblick auf die Struktur der schweizerischen Volkswirtschaft ist der Schluß gezogen worden, daß eine Politik der produktiven Arbeitsbeschaffung in der Schweiz vor allem in einer Förderung der Warenausfuhr und in einer Belebung der Bautätigkeit bestehen müsse²⁶³. Während ersteres zur Schaffung und zum Ausbau einer staatlichen Exportrisikogarantie, welche im Prinzip eine Beteiligung des Bundes am Zahlungstransfer- und Währungsverschlechterungsrisiko darstellt²⁶⁴, geführt hat, ist letzterem durch die Bildung einer eidgenössischen Arbeitsbeschaffungskommission, die in einem laufend ergänzten Katalog im Falle einer Wirtschaftskrise ausführbare, ordentliche und außerordentliche Bauvorhaben des Bundes, der Kantone und Gemeinden erfaßt hat, Rechnung getragen worden²⁶⁵.

Schon vor Ausbruch des Zweiten Weltkrieges hat nun die Erscheinung eines verhältnismäßig empfindlichen und deshalb in seiner Leistungsfähigkeit beschränkten Kapitalmarktes im Zusammenhang mit der Behandlung der Probleme der Finanzierung von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen die Aufmerksamkeit auf die Frage gelenkt, ob die Mittel des fast ständig sehr flüssigen Geldmarktes nicht besser ausgenutzt werden könnten. Einer Heranziehung der bedeutenden kurz- und mittelfristigen Gelder der schweizerischen Geschäftsbanken zur Vorfinanzierung oder gar Finanzierung von Bauvorhaben der öffentlichen Hand ist dabei um so größere Bedeutung zugemessen worden, als die Auffassung vertreten worden ist, daß die mit den bisher üblichen Finanzierungsmethoden auf dem Kreditwege beschaffbaren Mittel dazu um so weniger ausreichen würden, als der Geldbedarf naturgemäß in eine Depressionsperiode fallen werde, in welcher die Steuereinnahmen konjunkturbedingt am niedrigsten seien²⁶⁶. Man war sich aber darüber klar, daß bauwirtschaftliche Arbeitsbeschaffungsprojekte im allgemeinen nicht kurzfristig amortisiert werden können und daß ihre Finanzierung deshalb längerfristiger Kredite bedarf. Es wurde ferner darauf aufmerksam gemacht,

²⁶³ BBl. 1944, S. 453, und BBl. 1950 II, S. 98.

²⁶⁴ BB vom 28. März 1934, ergänzt durch BB vom 8. Oktober 1936 und das Bundesgesetz vom 6. April 1939.

²⁶⁵ BRB vom 29. Juli 1942.

²⁶⁶ Die Banken im Dienste der Arbeitsbeschaffung, Basler Handelsbank, Bulletin Nr. 410, April 1944, S. 2.

daß dies auch für die Finanzierung von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen in Form der Exportförderung zutreffe, wenn im Exportgeschäft neben Preis, Qualität und Lieferfristen auch die Zahlungsbedingungen als Mittel des Wettbewerbs angewendet werden müßten²⁶⁷.

Die schweizerischen Handelsbanken, für welche der Mangel an Möglichkeiten zur Anlage ihrer Gelder wiederholt ein eigentliches Problem dargestellt hat, haben erklärt, einen Beitrag zur Finanzierung von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen leisten zu wollen. Um aber nötigenfalls in der Lage zu sein, ihre auf diese Weise festgelegten Mittel zu mobilisieren, haben sie die Gewährung solcher Kredite von der Erteilung von Rediskont- oder Lombardzusagen für die betreffenden Schuldverschreibungen durch die Notenbank abhängig gemacht²⁶⁸.

Die Schweizerische Nationalbank, die sich noch im Jahre 1935 auf den Standpunkt gestellt hatte, daß eine Beteiligung an der Finanzierung von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen nicht in ihren Tätigkeitsbereich falle²⁶⁹, hat seither festgestellt, daß sie, nachdem die Arbeitsbeschaffung zu einer Existenzfrage des Landes erklärt worden sei, dabei nicht mehr völlig abseits stehen wolle²⁷⁰. Die in Gang gekommene Neuordnung des Verhältnisses von Staat und Wirtschaft berühre sie auf das stärkste, indem sich daraus für ihre Kreditpolitik Fragen von größter Tragweite ergeben würden²⁷¹. Wie immer diese gelöst würden, so müsse die bisherige Unabhängigkeit der Notenbank und Selbständigkeit der Notenbankpolitik im Interesse der Währung gewährleistet bleiben²⁷².

Inzwischen hat sich die Schweizerische Nationalbank bereit gefunden, die von den Geschäftsbanken gewünschten Rediskont- oder Lombardzusagen für der Arbeitsbeschaffung dienende Bankkredite unter gewissen Voraussetzungen zu erteilen. So hat die Bank betont, daß sie sich grundsätzlich vorbehalten müsse, diese zeitlich und ihrem Umfang nach zu beschränken, um ihre Liquidität und Handlungsfreiheit aufrechtzuhalten²⁷³.

Sie hat andererseits erkannt, daß sie dadurch eine richtungsweisende Wirkung des offiziellen Diskontsatzes auf die Sätze des Geldmarktes erreichen²⁷⁴, die Geschäftsbanken zum Zugeständnis vorteilhafterer Kreditbedingungen veranlassen²⁷⁵ und somit eine Vorfinanzierung von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen mit billigem Geld ermöglichen könne.

Bisher hat die Schweizerische Nationalbank zugesagt, im Falle einer zukünftigen Arbeitslosigkeit und gleichzeitiger Verknappung des Kapitalmarktes Wechselverpflichtungen mit einer Laufzeit bis zu

²⁶⁷ Das Arbeitsbeschaffungsprogramm, Schweizerischer Bankverein, Bericht Nr. 2, Juli 1943, S. 44.

²⁶⁸ Böhler E., Die Finanzierung der Arbeitsbeschaffung, 1944, S. 43.

²⁶⁹ Referat gehalten an der außerordentl. GV der SNB, Juli 1935.

²⁷⁰ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938.

²⁷¹ Ebenda.

²⁷² Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

²⁷³ BBl. 1945 I, S. 869.

²⁷⁴ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1944.

²⁷⁵ BBl. 1949 I, S. 955.

5 Jahren, die im Zusammenhang mit der Ausführung von Bauvorhaben der öffentlichen Hand entstehen, außerhalb der ordentlichen Kreditlimiten der einreichenden Geschäftsbanken nach den aufgezeigten Grundsätzen zu rediskontieren oder zu lombardieren²⁷⁶. Die der Kreditgewährung zugrundeliegenden Projekte müssen dem von den zuständigen Behörden aufgestellten Arbeitsbeschaffungsplan entsprechen. Außerdem muß eine teilweise mit einer Amortisationspflicht verbundene Tilgungs- oder Konsolidierungsabsicht des Kreditnehmers erkennbar sein²⁷⁷.

Es übersteigt den Rahmen dieser Arbeit, Möglichkeiten und Grenzen einer staatlichen Arbeitsbeschaffungspolitik in der Schweiz zu untersuchen. Die geplante Konzeption dieser Politik beruht jedenfalls auf der Voraussetzung des Vorhandenseins großer Goldreserven in Form von Gold, die einerseits Ursache der Flüssigkeit des Geldmarktes sind und es der Schweiz andererseits im Falle einer schweren Absatzkrise im Außenhandel während einer gewissen, sicher verhältnismäßig kurzen Zeitspanne ermöglichen würden, dringend benötigte Rohstoffe ohne entsprechende Exporte an Waren und Dienstleistungen an den billigsten ausländischen Bezugsquellen einzukaufen.

Eine direkte Offen-Markt-Politik in Form von Käufen längerfristiger Wertpapiere durch die Notenbank (unter Einbeziehung dieser Effekten in die Notendeckung) könnte dabei lediglich die Aufgabe erfüllen, eine durch den Abfluß von Währungsreserven hervorgerufene, unter Umständen bedeutende Verengung der inländischen Geld- und Kreditbasis zu verhindern. Es dürfte feststehen, daß die seit 1929 immer nur vorübergehend verminderte Flüssigkeit des schweizerischen Kreditmarktes in den Dreißigerjahren eine Verschärfung der Wirtschaftskrise verhindert und in der Folge eine Voraussetzung für die reibungslose Finanzierung der staatlichen Aufwendungen für die Landesverteidigung während des Zweiten Weltkrieges und des konjunkturbedingten Kreditbedarfes der Privatwirtschaft nach 1945 dargestellt hat. Während und nach dem Ersten Weltkrieg ist dagegen eine Marktverflüssigung durch eine indirekte Offen-Markt-Politik durchgeführt worden.

Wenn sich, wie dies vorgesehen ist, im Falle einer zukünftigen Arbeitslosigkeit der Bund in stärkerem Maße als bisher in Form von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen in den Wirtschaftsprozeß einschalten würde, so wäre ebenfalls ein flüssiger Kreditmarkt Voraussetzung für die Finanzierung dieser Beschäftigungspolitik, obwohl die Frage, zu welchen Zinssätzen Kredite an den Staat gewährt werden, weniger im Vordergrund stände als jene Frage, daß oder ob überhaupt Kredite in ausreichendem Umfang erhältlich sind. Es ist aber ungewiß, ob die Flüssigkeit des schweizerischen Kreditmarktes, die seit 1929 auf einem fast *gänzlich* durch Gold gedeckten Geldumlauf beruht, in Zukunft auf dieser Grundlage erhalten bleiben wird.

²⁷⁶ Weber E., Das Kreditgeschäft der Schweizerischen Nationalbank, in: Geld- und Kreditsystem der Schweiz, 1944, S. 209.

²⁷⁷ Ebenda.

Soweit die staatliche Arbeitsbeschaffungspolitik von dieser Seite in Frage gestellt werden sollte, könnte einer expansiven direkten oder indirekten Offen-Markt-Politik auch in der Schweiz größere Bedeutung zukommen. Eine mehr oder weniger weitgehende Kompensierung von Goldabflüssen zur Ausschaltung deflatorischer Wirkungen müßte dann zweckmäßigerweise vor allem durch eine indirekte Offen-Markt-Politik, d. h. durch eine direkte Finanzierung staatlicher Kreditbedürfnisse durch die Notenbank erfolgen. Bei der Beseitigung oder Milderung einer Arbeitslosigkeit wird der Offen-Markt-Politik in dieser oder jener Form aber immer nur eine durchaus sekundäre Rolle zufallen können.

e) Das Postulat Lardelli: Erteilung offen-markt-politischer Befugnisse und Pflichten an die Schweizerische Nationalbank durch eine Revision des Notenbankgesetzes (Begründung und Kritik)

Sowohl in den Richtlinien eines im Juli 1943 veröffentlichten Programmes der Demokratischen Partei der Schweiz als auch in den Thesen einer im Jahre 1945 vom Nationalrat eingesetzten Vollmachtenkommission²⁷⁸ kommt die Auffassung zum Ausdruck, daß der Währungs- und Kreditpolitik für die Sicherung der Beschäftigung eine wichtige Rolle zukommt, auch wenn danach die wirtschaftliche Stabilität nur durch ein Wirtschaftsprogramm gewährleistet werden kann, das eine Vielzahl verschiedenartiger, einander ergänzender wirtschaftspolitischer Maßnahmen vorsieht.

Von beiden Seiten ist übereinstimmend die Aufrechterhaltung mäßiger und stabiler Zinssätze und eines möglichen stabilen Preisniveaus gefordert worden, wobei allem Anschein nach die Tatsache, daß sich diese Forderungen unter Umständen gegenseitig ausschließen, nicht genügend beachtet worden ist. Dies sollte, wie aus einer ergänzenden Stellungnahme zum Programm der Demokratischen Partei hervorgeht²⁷⁹, wenigstens nach diesem vor allem Aufgabe der Schweizerischen Nationalbank sein. Die Notenbank, heißt es dort weiter, werde aber keine selbständige Wirtschaftspolitik zu betreiben, sondern sich in den wirtschaftspolitischen Plan einzuordnen haben, welcher ihr vom Parlament und Regierung vorgezeichnet werden würde. Sie könne den Anforderungen, welche in der Nachkriegszeit vermutlich an sie gerichtet würden, jedoch nur dann Genüge leisten, wenn ihr die dazu notwendigen Mittel von Gesetzes wegen zugestanden würden.

In einem im März 1945 eingereichten Postulat²⁸⁰ wurde der Bundesrat eingeladen, anläßlich der Erneuerung des Notenprivilegs der Schweizerischen Nationalbank im Jahre 1947 eine Revision des Notenbankgesetzes vorzunehmen und die Frage einer Erweiterung des Geschäftskreises derselben einer rechtzeitigen Prüfung zu unterziehen.

²⁷⁸ Thesen über Lohn, Preis und Währung, NZZ Nr. 197 vom 2. Februar 1945.

²⁷⁹ Zur Revision des Nationalbankgesetzes, Landschäftler Liestal Nr. 52 und 54 vom 2. und 5. März 1945.

²⁸⁰ Postulat Lardelli, Ständerat, vom 27. März 1945; Notenprivileg der SNB, s. Geschäftsbericht des Bundesrates für das Jahr 1945, S. 49.

Bei der Begründung seines Postulates²⁸¹ führte Ständerat Lardelli unter anderem aus, daß zu den Aufgaben der Notenbank die Aufrechterhaltung „mäßiger und stabiler“²⁸² Zinssätze gehöre. Soweit dies im Interesse des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichtes liege, habe die Notenbank außerdem im Verein mit der staatlichen Wirtschafts- und Währungspolitik für eine Stabilhaltung des allgemeinen Preisniveaus zu sorgen. Diese Aufgaben seien im neuen Notenbankgesetz ausdrücklich festzulegen.

Dazu sei einmal der Geschäftskreis der Schweizerischen Nationalbank durch Erteilung der immer wieder geforderten offen-markt-politischen Befugnis zum Kauf und Verkauf von Staatsobligationen an die Bank zu erweitern. Sofern diese Papiere zur Notendeckung zugelassen würden, könne der maximal zulässige Bestand im Gesetz beschränkt oder jeweils von Regierung oder Parlament festgesetzt werden. Andernfalls solle die Bank Titeltkäufe auf eigene Rechnung vornehmen können, was allerdings eine Erhöhung ihres viel zu kleinen Aktienkapitals²⁸³ erforderlich machen werde. Das Recht zum Kauf und Verkauf von Wertschriften sei ihr aber nurmehr zum Zwecke einer Zins- und Kurspolitik zuzugestehen²⁸⁴. Art. 14 Abs. 5 des geltenden Notenbankgesetzes, der eine direkte Übernahme von Anleihenstiteln vom Bund durch die Notenbank ausschließe, solle deshalb bestehen bleiben.

Es werde dagegen zu erwägen sein, ob nicht Art. 14 Abs. 10 des Gesetzes, welcher die Schweizerische Nationalbank zur Aufbewahrung und Verwaltung von Wertschriften ermächtige, in Wegfall kommen solle. Das Depotgeschäft sei eine Funktion der privaten Geschäftsbanken und könne auch von diesen besorgt werden.

Für „eine Offenmarktpolitik“ in Form der Diskontierung von mittel- oder langfristigen Arbeitsbeschaffungswechsels durch die Notenbank, stellte Ständerat Lardelli außerdem noch fest, müßten ebenfalls die gesetzlichen Grundlagen geschaffen werden. Die Schweizerische Nationalbank sehe neuerdings in einer Auslegung des Bankgesetzes, die zu juristischen Bedenken Anlaß gebe, die Erteilung derartiger Rediskontzusagen vor. Auch wenn in Zukunft das direkte Geschäft wie vorgesehen den Geschäftsbanken überlassen bleiben solle, so sei die Diskontierung von Arbeitsbeschaffungswechsels im Gesetz für zulässig zu erklären, wobei sie wie bisher dem freien Ermessen der Notenbankleitung vorbehalten bleiben oder den Kompetenzen des Bundesrates unterstellt werden könnte.

Damit die Notenbank ihre markt-politischen Aufgaben zu erfüllen vermöge, sei es ferner unerläßlich, ihr die Möglichkeit zu einer strafferen Kontrolle des Kapitalimportes und Kapitalexportes zu geben.

²⁸¹ Stenographisches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat, Herbstsession, Sitzungen vom 27. Sept. und 2. Okt. 1945.

²⁸² Die Begriffe „mäßige“ und „stabile“ Zinssätze sind interpretationsbedürftig. Es scheint, daß hier eher auf einem tiefen Stand stabilisierte, als möglichst tiefe und stabile Zinssätze verstanden worden sind.

²⁸³ Es ist von Aktienkapital, nicht von Eigenkapital der Bank die Rede.

²⁸⁴ Siehe unter D., a., 2.

In der anschließenden Diskussion bezeichnete Ständerat Pictet die vom Referenten erhobenen Forderungen hinsichtlich der zins- und geldwertpolitischen Aufgaben der Schweizerischen Nationalbank als außerordentlich weitgehend. Sie würden zusammen mit den Vorschlägen zur Verstärkung des staatlichen Einflusses auf die Notenbankpolitik darauf hinauslaufen, aus der Notenbank ein Instrument der staatlichen Wirtschaftspolitik zu machen, womit das Vertrauen in die schweizerische Währung aufs Spiel gesetzt würde.

Was eine Kurspflege auf dem Markt der eidgenössischen Titel anbetreffe, so sei eine solche in Zeiten wirtschaftlicher Stabilität überflüssig. In Zeiten schwerwiegender Störungen auf dem Kapitalmarkt werde sie hingegen völlig versagen. Während sich die Schweizerische Nationalbank oder der Bund dadurch mit sehr großen Risiken belasten würden, sei ein greifbarer Erfolg solcher Operationen, die den Einsatz großer Mittel erfordern würden, mehr wie ungewiß.

Eine Annahme des Postulates könne nur unter diesen Vorbehalten empfohlen werden.

Der Vertreter der Bundesbehörden, Bundesrat Nobs, bezeichnete dagegen in seinem Votum die Erteilung gewisser Befugnisse zu einer Kurspflege auf dem Markt der Bundestitel an die Schweizerische Nationalbank als wünschenswert. Es handle sich dabei nicht nur um ein momentanes Bedürfnis²⁸⁵. Interventionen dieser Art komme, wie die Erfahrungen der Vergangenheit zeigten, eine dauernde Bedeutung zu. Das Ausmaß der Kompetenzen der Bank müsse allerdings noch Gegenstand eingehender Beratungen sein, wobei berechtigten Bedenken gegenüber zu weit gehenden Interventionen Rechnung getragen werden würde.

Eine Erhöhung des Aktienkapitals der Schweizerischen Nationalbank stelle aber schon aus dem Grunde keinen Schritt zur Lösung dieser Frage dar, weil sie die Bank, welche dasselbe in angemessener Weise zu verzinsen habe, in untragbarer Weise belasten würde²⁸⁶. Unzweckmäßig erscheine ferner eine dezentralisierte Verwaltung der Wertschriften des Bundes, auf die sich das Depotgeschäft der Schweizerischen Nationalbank bekanntlich beschränke²⁸⁷.

Unbestritten sei in Postulat und Kritik eine Mitwirkung der Notenbank bei der Finanzierung von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen geblieben. Gerade in dieser Hinsicht sei aber die Revisionsbedürftigkeit des geltenden Notenbankgesetzes offenkundig, was auch von der Bankleitung anerkannt werde.

Der Bundesrat sei deshalb unter der Voraussetzung, daß die Revision des Notenbankgesetzes von der Erneuerung des Notenprivilegs unabhängig gemacht werde, bereit, das Postulat Lardelli entgegenzunehmen.

²⁸⁵ Siehe unter F., f.

²⁸⁶ Aus diesem Grunde ist das Aktienkapital der Schweizerischen Nationalbank nur zur Hälfte einberufen.

²⁸⁷ Siehe unter D., a., 3.

f) Die Forderung nach einer Stützung der Kurse der Bundestitel im Falle einer Kurssenkung nach Kriegsende

Die Meinungen über die voraussichtliche Entwicklung der Wirtschaftslage in der Nachkriegszeit sind in der Schweiz sehr geteilt gewesen. Der Ansicht, das Kriegsende werde eine mit steigender Arbeitslosigkeit verbundene Wirtschaftskrise mit sich bringen, hat diejenige gegenübergestanden, der Nachhol- und Wiederaufbaubedarf verschiedener Länder werde sich für die schweizerische Exportindustrie sehr günstig auswirken und sogar eine Hochkonjunktur zur Folge haben.

Von beiden Standpunkten aus ist aber verschiedentlich der Schluß gezogen worden, daß in der Zukunft mit steigenden Zinssätzen gerechnet werden müsse²⁸⁸. „Sofern im Ausland, besonders in den Vereinigten Staaten, die Gewinnaussichten und die politischen Verhältnisse günstiger sind als in Europa, wird ein Teil des Kapitals wieder Anlage im Ausland suchen. Solange die Wirtschaftsaussichten unsicher sind und möglicherweise sozialpolitische Spannungen hinzukommen, wird überdies, wie es sich früher bei ähnlichen Gelegenheiten gezeigt hat, die Neigung zur Liquidhaltung verstärkt werden, wodurch das Kapitalangebot weiter reduziert werden würde“²⁸⁹. Die Geschäftsbanken, so wurde ebenfalls argumentiert, die während des Krieges in Ermangelung anderer Anlagemöglichkeiten dazu übergegangen seien, ihre brachliegenden eigenen und fremden Gelder in Staatspapieren anzulegen, würden versuchen, diese Werte wieder abzustoßen, um ihre Mittel dem durch den Abbau der kriegswirtschaftlichen Schranken wieder auflebenden, höhere Erträge abwerfenden kommerziellen Kreditgeschäft zuführen zu können. Soweit Handel und Industrie ihre eigenen, wieder benötigten Betriebsmittel von den Banken abziehen würden, seien diese sogar zu einem Abbau ihrer stark angewachsenen Wertschriftenportefeuilles gezwungen. Der daraus entstehende Druck auf die Kurse der Staatstitel, welcher deren Realisierung nur unter Verlusten für die Banken zulasse, und die Notwendigkeit zur Fundierung der schwebenden Staatsschuld werde über kurz oder lang zu einer unter Umständen wesentlichen Erhöhung der Zinssätze führen, was neben andern Schuldnerkreisen bei der infolge des Krieges stark angestiegenen Verschuldung vor allem den Staatshaushalt in untragbarer oder zumindest unerwünschter Weise belasten würde²⁹⁰. Es ist jedenfalls von gewissen Kreisen daran festgehalten worden, daß eine stärkere Erhöhung der Zinssätze in der Nachkriegszeit nicht zugelassen werden dürfe.

Dabei verdiene, schrieb eine schweizerische Geschäftsbank, die Frage alle Aufmerksamkeit, wie das zu erwartende Angebot an Staatstiteln

²⁸⁸ Siehe Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1944, S. 14/15; Das schweizerische Bankwesen 1945, S. 41 und 1946, S. 43; Schweizerisches Finanzjahrbuch 1944, S. 15.; 1945, S. 6, 14; 1947, S. 13.

²⁸⁹ Böhler E., Die Finanzierung der Arbeitsbeschaffung, 1944, S. 41.

²⁹⁰ Währungspolitische Korrespondenz, 2. Jg. Nr. 43, vom 12. Sept. 1944; Im Jahre 1944 sind die gesamten Schulden des Bundes mit 6,8 Mrd. Fr. (gegenüber 1,5 Mrd. Fr. im Jahre 1938) und die Aufwendungen für die Verzinsung dieser Schuld mit 223,5 Mill. Fr. (8,5 % des Totals der Ausgaben des Bundes in diesem Jahre) ausgewiesen worden.

aufgefangen werden könne²⁹¹. Während des Krieges, stellte die Genossenschaftliche Zentralbank fest²⁹², habe sie die ihr wegen Lagerabbau und Importschwierigkeiten zufließenden Mittel nicht abweisen können. Der Mangel an geeigneten kurzfristigen Anlagen habe unumgänglich zu Käufen von Wertschriften und zu einer wesentlichen Vergrößerung ihrer Bestände an Bundestiteln geführt, was beim Fehlen jeder Kurspflege vom Standpunkt der Liquidität gewisse Risiken in sich berge. Da diese Anlagen eine Mithilfe an die Deckung des dringenden Finanzbedarfes des Bundes dargestellt und damit einer finanzwirtschaftlichen Notwendigkeit entsprochen hätten, so würden sie neben ihrer Zwangsläufigkeit bei einer auf Zinseinnahmen angewiesenen Bank auch eine wirtschaftspolitische und sogar eine staatspolitische Rechtfertigung erhalten. Es stelle sich deshalb die Frage, ob nicht der Zeitpunkt gekommen sei, in welchem die Schweizerische Nationalbank ihrerseits die notwendigen Schritte zu unternehmen habe, um die Banken bei der Erfüllung dieser Aufgabe zu sekundieren. Dazu müßten die Voraussetzungen für eine systematische Offen-Markt-Politik geschaffen werden, die es der Notenbank ermöglichen würden, den Markt der Staatsanleihen zukünftig vor übermäßigen Schwankungen zu bewahren.

Die Offen-Markt-Politik habe zwar, wie die im Ausland gemachten Erfahrungen zeigten, als Mittel zur Herbeiführung eines auf privatwirtschaftlicher Initiative beruhenden Wirtschaftsaufschwunges versagt. Als Mittel der Zinspolitik und im Bezug auf die Stabilhaltung der Kurse der Staatsanleihen sei sie jedoch nicht wirkungslos geblieben.

Auch in der Schweiz würde es sich als notwendig erweisen, der Notenbank das Recht zur Einbeziehung von langfristigen Bundestiteln — in angemessener Relation zu den übrigen Deckungsunterlagen — in die Notendeckung zu geben. Es sei klar, daß dies einen Bruch mit den bisherigen Grundsätzen der schweizerischen Notenbankpolitik bedeuten würde und dagegen allerhand Einwände erhoben werden könnten. Sollte die Notenbank andere Wege und Mittel vorschlagen, so sei deshalb darüber zu reden. Wolle oder könne sie eine allfällig erforderliche Intervention auf dem Titelmarkt nicht für eigene Rechnung durchführen, so solle sie den Bund, die eidgenössische Darlehenskasse oder irgend eine andere Stützungsgruppe — eventuell sogar unter Mitwirkung von Geschäftsbanken und Versicherungsgesellschaften — dazwischenschieben. Dies sei, wenigstens vom Standpunkt des angestrebten Zweckes, nebensächlich. Wesentlich bleibe, daß rechtzeitig die erforderlichen Vorkehrungen getroffen würden, um einen Kurseinbruch auf dem Markt der Bundestitel zu verhindern. Um zu vermeiden, daß den leitenden Instanzen die Hände gebunden seien und zur Rechtfertigung ihrer Passivität, die schwerwiegende Folgen haben könnte,

²⁹¹ Offenmarktpolitik in der Nachkriegszeit, Bankhaus Julius Bär & Co., Zürich, Wochenbericht Nr. 41, Oktober 1944.

²⁹² Geschäftsbericht der Genossenschaftlichen Zentralbank, Basel, für das Jahr 1944; ebenso: Küng H., Zur Frage der Offenmarktpolitik, NZZ Nr. 1399 vom 17. Sept. 1945.

mangelnde gesetzliche oder sachliche Handhaben vorgeschützt werden könnten, seien die Kompetenzen klarzustellen.

Es gehe nicht darum, dem Titelinhaber das Kursrisiko abzunehmen. Es handle sich vielmehr darum, ob man den Willen zur Verwirklichung der für den Staat notwendigen und von verschiedenen Wirtschaftsgruppen — zu Recht oder zu Unrecht bleibe dahingestellt — geforderten Politik des niedrigen oder doch möglichst stabilen Zinsfußes aufbringe oder nicht. Besitze man diesen nicht, so solle man dies wenigstens offen zugeben, damit jedermann wisse, woran er sei und was er zu tun habe. Das Interesse des privaten Bankgewerbes an einer Kurspolitik sei ohnehin zwiespältig. Einerseits werde ein stabiles Zinsniveau von diesem als Vorteil betrachtet. Es sei jedoch auch wieder nicht zu übersehen, daß mit einer mehr oder weniger weitgehenden Beseitigung der Kurschwankungen auch die Möglichkeiten zur Erzielung von Kursgewinnen geringer würden.

Die Meinung, daß es nach dem Kriegsende aus den angeführten Gründen zu Kurszusammenbrüchen auf dem Markt der eidgenössischen Titel kommen werde, ist nun aber durchaus nicht allgemein vertreten worden. Vor allem in der Presse ist von anderer Seite verschiedentlich darauf hingewiesen worden, daß Handel und Industrie gesamthaft gesehen sehr flüssig seien und auch die Geschäftsbanken über einen Liquiditätsstatus verfügen würden, der sie in die Lage versetze, allen an sie gerichteten Ansprüche ohne nachteilige Wirkungen für den Kapitalmarkt zu entsprechen²⁹³.

Der auffallend geringe Widerhall, den die Forderungen nach einer Kurspolitik bei der großen Mehrzahl der Geschäftsbanken gefunden hat, erklärt sich bei den Großbanken aber vielleicht auch daraus, daß diese auch während des Krieges in der Übernahme von ausgesprochen langfristigen Anleihen des Bundes sehr zurückhaltend gewesen waren oder durch vorsichtige Bewertung den Kursrisiken Rechnung getragen hatten. Ebenso wenig hat aber auch die Gruppe der Hypothekar- und Lokalbanken, welche neben den Versicherungsgesellschaften und gewissen Anlegerkreisen aus dem Publikum der eigentliche Träger des langfristigen Bundeskredites geworden war, ein besonderes Interesse an stabilen Titeln kursen geäußert. Diese Institute betrachten nämlich ihre Titelbestände von vorneherein als Dauieranlage und konnten damit rechnen, daß ihnen im Falle von Kurseinbrüchen Bilanzierungserleichterungen zugestanden würden. Sie haben sich damit ebenfalls in einer anderen Lage befunden als die Genossenschaftliche Zentralbank, welche infolge einer gewissen kreditpolitischen Isolierung von anderen Banken und als Zentralkasse von Organisationen mit verhältnismäßig stark und plötzlich schwankenden Geldbedürfnissen der Frage ihrer Liquidität besondere Aufmerksamkeit hat schenken müssen.

Unter den Großbanken hat einzig die Basler Handelsbank erwähnt, daß es bei der stark angewachsenen Verschuldung des Bundes und der Unsicherheit der politischen und wirtschaftlichen Verhältnisse, durch

²⁹³ So: Der Bund, Nr. 204, vom 2. Mai 1944.

welche die möglichen Störungsfaktoren auf dem Kapitalmarkt vermehrt worden seien, als ein Mangel empfunden werde, daß die Kurspflege der eidgenössischen Titel so wenig ausgebaut sei ²⁹⁴.

Immerhin hat sich damals auch die allgemeine Interessen wahrnehmende Vereinigung für gesunde Währung in einer Eingabe an das eidgenössische Volkswirtschaftsdepartement dafür ausgesprochen, Vorbereitungen für eine „vorsichtige“ Intervention der Schweizerischen Nationalbank auf dem Kapitalmarkt zu treffen ²⁹⁵.

g) Die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu dieser Forderung und die vorsorglich ergriffenen Maßnahmen zur Durchführung von Offen-Markt-Käufen von Bundstiteln: Offen-Markt-Politik zur Kurspflege der eidgenössischen Titel

Auch die Schweizerische Nationalbank hat das Auftreten von Störungen auf dem Kapitalmarkt nach Kriegsende nicht für ausgeschlossen gehalten ²⁹⁶. Sie hat sich darüber Rechenschaft gegeben, daß Kurseinbrüche auf dem Markt der Bundestitel, selbst dann wenn sie begrenzten Umfanges und vorübergehender Natur sind, das Signal zu einer allgemeinen Erhöhung der Zinssätze bilden können, die — über eine Erhöhung der Kreditkosten — geeignet sind, preisteigernde Tendenzen auszulösen.

Die Notenbank ist deshalb im Mai 1954 mit dem eidgenössischen Finanzdepartement übereingekommen, gegebenenfalls durch Offen-Markt-Käufe für Rechnung des Bundes zu intervenieren ²⁹⁷, wobei vorgesehen war, die im Zuge einer Kursstützungsaktion an der Börse aufgekauften Papiere bei wiederkehrender Aufnahmefähigkeit des Marktes so weit wie möglich wieder abzustossen.

Es könne, stellte die Schweizerische Nationalbank fest, aus verschiedenen Gründen nicht in Frage kommen, durch jederzeitige und unbeschränkte Übernahme von Anlagetiteln zu einem festen Kurs die Zinssätze mit Hilfe der Notenpresse unverrückbar auf einem bestimmten Niveau festzuhalten. Eine solche Politik der künstlichen Tiefhaltung der Zinssätze würde einmal eine weitgehende Beschränkung der Aktionsfreiheit und Handlungsfähigkeit der Notenbank zur Folge haben, wodurch ihr die Erfüllung ihrer Aufgaben, deren wichtigste die Aufrechterhaltung der „Stabilität der Währung“ und des Vertrauens

²⁹⁴ Schweizerische Zinspolitik, Basler Handelsbank, Bulletin Nr. 412, März 1945.

²⁹⁵ Zit. Währungspolitische Korrespondenz, 3. Jg. Nr. 27, vom 19. Juni 1945.

²⁹⁶ Soweit im folgenden nicht auf andere Quellen verwiesen wird, s. Referate zu den Geschäftsberichten der SNB für die Jahre 1944, 1945, 1947 und 1948; Weber E., Probleme der Offenmarktpolitik in der Schweiz, NZZ Nr. 777, vom 13. Mai 1945.

²⁹⁷ Es scheint, daß die Notenbank sogar bereit gewesen ist, dem Bund nötigenfalls zu diesem Zwecke Mittel durch Diskontierung von Schatzwechseln zur Verfügung zu stellen. Wenn die Bankleitung dann darauf bestanden hätte, daß von einem Wiederverkauf gekaufter Titel abzusehen sei, so wäre dies auf eine Verpflichtung des Bundes zur baldmöglichsten und wahrscheinlich vorfristigen Rückzahlung dieser Titel hinausgelaufen.

in dieselbe seien, verunmöglicht würde. Sie würde ferner den Charakter der betreffenden Wertpapiere verändern, indem sie diese in höchst liquide Aktiven verwandle, und aus der Notenbank eine Schleuse zwischen dem Markt für kurz- und langfristige Kredite machen, was mit deren Funktionen und mit dem Wesen des Notenkredites unvereinbar sei. Die Tiefhaltung der Zinssätze könne außerdem in Konflikt mit konjunktur- und geldwertpolitischen Erfordernissen geraten. Die Stützungskäufe würden natürlich das Geldvolumen in entsprechendem Umfang vergrößern und damit unter Umständen inflatorische Folgen haben. Es komme nämlich nicht auf das gleiche hinaus, ob der Wirtschaft in einer Depressionsphase oder in einer Periode des Aufschwunges zusätzliches Geld zugeführt werde.

Obwohl mäßige und stabile Zinssätze ihrer Auffassung nach für die schweizerische Volkswirtschaft von größtem Nutzen seien²⁹⁸, würden Veränderungen der Zinssätze der normale Ausdruck von Veränderungen der Marktlage sein. Ihre völlige Ausschlussung sei unerwünscht, weil dadurch die natürliche Funktion des Marktmechanismus — die gegenseitige Anpassung von Angebot und Nachfrage — aufgehoben und notwendige Anpassungsprozesse verhindert würden. Erstrebenswert sei lediglich eine Korrektur von Kurseinbrüchen auf dem Titelmart, die mit Sicherheit als „unmotiviert“ erkannt werden könnten. Es falle jedoch nicht immer leicht, zwischen vorübergehenden und dauernden Entwicklungstendenzen auf dem Kreditmarkt zu unterscheiden, die verschiedene Schritte erfordern würden. Eine Kurspolitik auf dem Markt der Bundestitel steigere deshalb die Verantwortung der Notenbank, die sich der Problematik aller Eingriffe in den Geld- und Kapitalmarkt wohl bewußt sei, erheblich.

Diese Haltung der Schweizerischen Nationalbank ist damals als eine Flucht vor der Verantwortung bezeichnet worden²⁹⁹.

Es ist aber auch die Auffassung vertreten worden, daß die öffentliche Bekanntgabe der getroffenen Lösung, die eine Intervention der Notenbank auf dem Titelmart für Rechnung des Bundes vorsehe und welche einer überstürzten Revision des Notenbankgesetzes vorzuziehen sei, zur Beruhigung des Marktes beigetragen habe³⁰⁰.

II. Die Periode von 1945—1949

h) Die allgemeine Lage der schweizerischen Volkswirtschaft und des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes 1945—1949

Die Nachkriegsjahre haben der Schweiz keine Wirtschaftskrise gebracht. Ebenso wenig sind im betrachteten Zeitabschnitt eigentliche Kurseinbrüche auf dem Markt der Bundestitel eingetreten.

Die kriegsbedingt geringe Arbeitslosigkeit hielt in der Schweiz auch nach Kriegsende an, da der Nachholbedarf des Inlandes eine starke

²⁹⁸ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1944, S. 14/15.

²⁹⁹ Küng H., Zur Frage der Offenmarktpolitik, NZZ Nr. 1399 vom 17. Sept. 1945.

³⁰⁰ Salin E., Nationalbank und Offenmarktpolitik, BN Nr. 516 vom 4. Dez. 1945.

Nachfrage auf den Warenmärkten hervorrief³⁰¹, die ihrerseits eine wachsende Nachfrage nach Arbeitskräften seitens der Privatwirtschaft zur Folge hatte. In der gleichen Richtung wirkten der Nachhol- und Wiederaufbaubedarf des Auslandes, welcher — soweit Exportgegenleistungen des Auslandes an die Schweiz noch nicht möglich waren — durch Gewährung von Auslandskrediten im Rahmen sogenannter Zahlungsabkommen³⁰² für die schweizerische Wirtschaft effektiv gemacht werden konnte.

Der mit bedeutenden Exporten verbundene Abbau von Warenlagern wirkte sich bei beschränkten Exportmöglichkeiten in einer weiteren Verflüssigung des Kreditmarktes aus.

Im Jahre 1945 nahmen die Wertschriftenanlagen der schweizerischen Geschäftsbanken, wenn auch in weit geringerem Maße als in den Jahren 1940—1944, gesamthaft gesehen noch weiter zu. Die Ausweitung des Aktivgeschäftes vermochte den Zustrom von Fremdgeldern bei den Geschäftsbanken nicht zu absorbieren und keine Erhöhung der Zinssätze herbeizuführen.

Die in der zweiten Hälfte des Jahres 1946 unter dem Einfluß einer ausgesprochenen Hochkonjunktur erhöhte Beanspruchung des Geschäftsbankenkredites durch die Wirtschaft beeinträchtigte die Flüssigkeit des Marktes, welchem durch die Auflösung von Notenhorten und über Gold- und Devisenzuflüsse bei der Notenbank wiederum beträchtliche Mittel zugeführt wurden, vorerst kaum. Die anhaltende Nachfrage des In- und Auslandes führte einen Zustand der Überbeschäftigung herbei. Der auf den Waren- und Arbeitsmärkten auftretende Nachfrageüberschuß begann sich in einer inflatorischen Preisbewegung bemerkbar zu machen. Die steigende Kreditnachfrage hatte zur Folge, daß verschiedene Geschäftsbanken ihre Effektenportefeuilles zu reduzieren begannen, um ihre Liquidität zu verstärken. Der Liquiditätsgrad aller schweizerischen Geschäftsbankgruppen betrug aber Ende des Jahres 1947, also in einem Zeitpunkt höchster Beanspruchung, immer noch 243 % (Ende 1948 220 %) des von der Vollziehungsverordnung zum Bankengesetz von 1934 verlangten, nach dem Anteil der kurzfristigen an den gesamten Verbindlichkeiten abgestuften Verhältnisses der greifbaren und leicht verwertbaren Aktiven zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten³⁰³, wobei bei den verschiedenen Bankgruppen und einzelnen Banken allerdings größere Differenzen bestanden haben. Der sich bis zum Jahre 1948 fortsetzende Abbau der Bestände an Bundstiteln durch die Geschäftsbanken erfolgte in der Hauptsache durch Nichterneuerung und Rückzahlung fälliger Titel und nur zu einem ganz geringen Teil durch

301 Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1945, S. 6.

302 Siehe 34. Bericht des Bundesrates betr. wirtschaftliche Maßnahmen gegenüber dem Ausland vom 25. 2. 1947, BBl. 1947 I.

303 Bei den für die schweizerischen Geschäftsbanken verbindlichen Liquiditätsvorschriften handelt es sich um gesetzlich festgelegte schematische Minimalgrenzen, deren Zweck in einem Schutz der Bankgläubiger besteht. Sie gewährleisten von sich aus keine Übereinstimmung von effektivem und gesamtwirtschaftlich wünschenswertem Kreditvolumen der Geschäftsbanken.

Liquidationsverkäufe. Störungen auf dem Markt der Bundestitel traten deshalb nicht ein. Allein im Jahre 1947 zahlte der Bund, ohne den Markt außer zu Konversionszwecken in Anspruch zu nehmen, Anleiheobligationen (einschließlich Kassascheine und Schuldbuchforderungen) im Betrage von 646 Mill. Fr. und Schatzscheine im Betrage von 227 Mill. Fr. zurück. Im Jahre 1948, in welchem ebenfalls keine Nettobeanspruchung des Marktes durch Emission von Wertpapieren seitens des Bundes stattfand, betrugen die Rückzahlungen fälliger eidgenössischer Wertpapiere per Saldo 184 Mill. Fr. Die Mittel dazu hat sich der Bund teilweise durch einen Abbau seiner Goldbestände in Form von Goldverkäufen an die Schweizerische Nationalbank beschafft³⁰⁴. Von Ende 1946 bis Ende 1948 hat der Goldbestand des Bundes auf diese Weise und durch Freigabe gesperrter Exporterlöse um über 1 Mrd. Fr. abgenommen.

Der Stand der durchschnittlichen Rendite der Obligationen des Bundes war im Jahre 1946 mit 3,1 % gegenüber dem Vorjahr fast unverändert. Erst das Jahr 1947 brachte eine Abschwächung der Kurse, die vom Juli bis November um 5 Punkte sanken. Die durchschnittliche Rendite der Bundestitel betrug 3,17 % im Jahre 1947 und 3,42 % im Jahre 1948. Diese von anderen Sektoren des Kreditmarktes übertragene Erhöhung der Rendite mußte jedoch angesichts der Hochkonjunktur als ein ganz normaler Vorgang angesehen werden³⁰⁵. Dementsprechend hat die Schweizerische Nationalbank von jeder offenmarktpolitischen Intervention zur Stützung der Kurse abgesehen³⁰⁶. Die im Jahre 1948 infolge einer ausgedehnten Bautätigkeit zunehmende Anspannung auf dem Hypothekenmarkt wurde dagegen durch bedeutende Pfandbriefkäufe des Fonds der neu errichteten eidgenössischen Alters- und Hinterbliebenen-Versicherung gemildert, wobei sich jedoch bei der ertragsorientierten Anlagepolitik dieses Fonds und der im Grunde konjunkturpolitisch nicht gerechtfertigten Titelnkäufe nicht von einer Offenmarkt-Politik sprechen läßt. Der allgemein anziehenden Tendenz der Zinssätze wirkte eine anscheinend unter dem Druck der Interessentengruppen unvermeidbare Freigabe von gesperrten Exporterlösen ebenfalls entgegen. Die wieder zunehmende Passivität der schweizerischen Handelsbilanz im Jahre 1947 hat die Notenbank außerdem zu einer freieren Übernahme von Finanzdollars veranlaßt³⁰⁷, was von ihr „bei der durch die verbesserte Importlage schwindenden Inflationsgefahr als verantwortbar“³⁰⁸ bezeichnet worden ist.

Die starke Kreditnachfrage der Wirtschaft hielt bis Mitte des Jahres 1948 an, nahm dann aber mit einer langsam einsetzenden Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivität (ein Idealfall) ab. Die Abschwächung

³⁰⁴ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 13; Schweizerisches Finanzjahrbuch 1948, S. 15.

³⁰⁵ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947.

³⁰⁶ Iklé M., Probleme der Bundesfinanzpolitik, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1951, S. 403.

³⁰⁷ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 14; s. unter E., i.

³⁰⁸ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947.

des Konjunkturauftriebes entzog den inflatorischen Tendenzen den Boden, ohne indessen zu scharfen Preisrückgängen zu führen. Die damit eintretende Verflüssigung des Kreditmarktes hatte im Rahmen allgemein absinkender Zinssätze in kurzer Zeit eine Befestigung der Kurse der Bundestitel zur Folge. Die Rendite dieser Titel ist seither, von einem durch die Abwertung verschiedener ausländischer Währungen verursachten schärferen Anziehen im September des Jahres 1949 abgesehen, ständig weiter gesunken.

i) Die Empfehlung zur Durchführung restriktiver Offen-Markt-Operationen: Offen-Markt-Politik zur Verhinderung einer Übersteigerung des Wirtschaftsaufschwunges

Auch wenn sich das allgemeine Preisniveau in der Schweiz nach Kriegsende nur langsam erhöht hat, so konnte doch Anlaß zur Befürchtung bestehen, daß die zunehmende Investitionstätigkeit die freiwilligen Ersparnisse mit der Zeit übersteigen könnten, wodurch die bereits während des Krieges vorhandenen inflatorischen Tendenzen verstärkt und in einen beschleunigten Inflationsprozeß überführt worden wären ³⁰⁹.

Inflatorisch bedingte Verschiebungen in der Preis- und Kostenstruktur hätten aber wegen des vorübergehenden und einmaligen Charakters des in- und ausländischen Nachholbedarfes die an sich bereits bestehende Gefahr von Kapitalfehlleitungen nur noch erhöht und damit die Bildung späterer Krisenherde begünstigt ³¹⁰.

Die Erhaltung der Kaufkraft des Schweizerfranken wurde deshalb von der Schweizerischen Nationalbank als das gegenwärtig im Vordergrund stehende Problem der schweizerischen Wirtschaftspolitik bezeichnet ³¹¹.

In der Schweiz bestand nach Kriegsende ein monetäres Kaufkraftpotential, welches für das wirtschaftliche Gleichgewicht im allgemeinen und für die Stabilität der Preise im besonderen eine potentielle Gefahr darstellte. Im Unterschied zu den Verhältnissen in verschiedenen andern Ländern war dieses aber nicht durch die staatliche Defizitpolitik während des Krieges, sondern durch seit Mitte der Dreißigerjahre fast ununterbrochen andauernde Goldzuflüsse geschaffen worden. Dem schweizerischen Volkseinkommen von 15 Mrd. Fr. im Jahre 1946 standen auf Sicht verfügbare Mittel in Händen der Wirtschaft ³¹² im Betrage von rund 9 Mrd. Fr. gegenüber ³¹³, welche die bei Vollbeschäftigung benötigte

³⁰⁹ La Roche Ch., Aktuelle Probleme der Überbeschäftigung, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1946, S. 260.

³¹⁰ Grundsätze und Richtlinien für eine schweizerische Konjunkturpolitik in der Nachkriegszeit, Kommission für Konjunkturbeobachtung, Mitteilung Nr. 73 1946.

³¹¹ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 12.

³¹² Noten und Scheidegeld im Besitz von Wirtschaft und Privaten und deren Guthaben bei Notenbank, Geschäftsbanken und Postscheck (Kassenbestände der Geschäftsbanken nicht inbegriffen, gegenseitige Guthaben der Banken und Guthaben des Staates ausgenommen).

³¹³ Nach: International Financial Statistics (hg. vom Internationalen Währungsfonds), H. 8, vol. 7, August 1952.

Geldmenge vermutlich wesentlich überstiegen haben³¹⁴. Den schweizerischen Geschäftsbanken wurde außerdem die Fähigkeit zugeschrieben, ihr damaliges Kreditvolumen noch ganz beträchtlich ausdehnen zu können³¹⁵.

Während sich andere Länder nach Kriegsende gezwungen sahen, die Schrumpfung ihrer Währungsreserven mit allen Mitteln zu verhindern, dauerte der Gold- und Devisenzufluß nach der Schweiz an.

Schon unter Berücksichtigung dieser Sachverhalte ist es nicht erstaunlich, daß die Frage aufgeworfen worden ist, ob nicht zur Verhinderung einer Übersteigerung der Konjunktur eine Reduktion der Geldmenge vorzunehmen sei, wozu angesichts der fehlenden Möglichkeit der Schweizerischen Nationalbank zu Manipulierung der Reservesätze der Geschäftsbanken die Durchführung restriktiver Offen-Markt-Operationen ins Auge gefaßt worden ist.

Solange die Möglichkeiten zur Erhöhung des Angebotes auf der Güterseite, insbesondere die Möglichkeiten zur Erhöhung der Einfuhr von Waren und Rohstoffen, beschränkt seien, wurde festgestellt³¹⁶, und solange alle vorgeschlagenen, auf eine direkte oder indirekte Begrenzung des Warenexportes hinzielenden Maßnahmen wegen des Widerstandes interessierter Kreise³¹⁷ nicht durchgeführt werden könnten, müsse das Schwergewicht der Konjunkturpolitik auf einer Einschränkung der Konsum- und Investitionsnachfrage im Inland liegen. Da aber die Unterlassung aller direkten Eingriffe in den Marktmechanismus, wie sie Investitionskontrollen und die während des Krieges gehandhabte Verbrauchsrationierung und Preiskontrolle darstellten, von seiten der Wirtschaft gefordert werde und wünschbar erscheine, so komme einer konjunkturgerechten staatlichen Budgetpolitik größte Bedeutung zu. Eine Erhöhung der Einnahmen bei gleichzeitiger Beschränkung der Ausgaben bei Bund, Kantonen und Gemeinden sei jedoch aus verschiedenen Gründen — rechtlich oder administrativ bedingte mangelhafte Flexibilität der Fiskalpolitik und Unaufschiebbarkeit eines mehr oder weniger großen Teils der Staatsausgaben — nicht in ausreichendem Maße möglich, so daß eine wenigstens so weit wie möglich anti-zyklisch eingesetzte Fiskal- und Ausgabenpolitik der öffentlichen Hand durch eine Manipulierung der öffentlichen Verschuldung ergänzt werden müsse, durch welche allerdings — im Unterschied zur Steuerpolitik — eine direkte Abschöpfung von Teilen des laufenden Einkommens nicht möglich sei.

Die Auffassung, daß in der Phase des Wirtschaftsaufschwunges zwischen einer den Budgetausgleich innerhalb eines ganzen Konjunktur-

³¹⁴ In diesem Sinne hat sich die SNB im Jahre 1938 bei einem Verhältnis von 8,2 : 5,5 und der Bundesrat im Jahre 1950 bei einem Verhältnis von 18 : 11,8 ausgesprochen, s. Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938 und BBl. 1950 I, Nr. 17, S. 896.

³¹⁵ Sonderbericht der Gesellschaft für Wirtschaftsforschung der ETH, Nr. 89, Nov. 1946, S. 3/4.

³¹⁶ La Roche Ch., Die schweizerische Konjunkturpolitik in der Nachkriegszeit, 1947.

³¹⁷ Ebenso: Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1946, S. 7; BBl. 1950 II, S. 46.

zyklus anstrebenden staatlichen Finanzpolitik und einer Offen-Markt-Politik mit konjunkturpolitischen Zielsetzungen notwendig eine Antinomie bestehe³¹⁸, sei dagegen nur dann zutreffend, wenn die in Zeiten der Hochkonjunktur verlegte Schuldentilgung durch den Staat mit einer gleichzeitigen Rückzahlung dieser Schulden verbunden sei. Ganz anders verhalte es sich, wenn die zur Schuldentilgung notwendigen Mittel durch Erzielung eines Einnahmeüberschusses zwar bereitgestellt, aber vorerst in Form einer Erhöhung der Kassenbestände sterilisiert würden und die Schuldentrückzahlung in die Phase des Konjunkturrückganges oder der Depression verlegt werde. In der Schweiz werde es sich gegenwärtig darum handeln müssen, auf dem Kreditmarkt in wesentlicher Erweiterung der bisherigen Goldsterilisierungspolitik durch die Emission von Stabilisierungsanleihen Mittel abzuschöpfen und diese neben Steuererträgen stillzulegen. Eine Erhöhung der Bundesschuld in materiellem Sinn werde dadurch selbstverständlich nicht eintreten. Es sei ferner eine Ermessensfrage ohne grundsätzliche Bedeutung, ob der Bund oder die Schweizerische Nationalbank die Sterilisierungskosten trage³¹⁹. Diese aktive monetäre Konjunkturpolitik, die mit einem permanent billigen Geld unvereinbar sei, werde allerdings bedingen, daß ein Ansteigen der Zinssätze zugelassen werde. Die Widerstände, die sich gegen eine auf diese Weise verursachte Kreditverteuerung erheben würden, könne sich aber jeder Kenner der schweizerischen Verhältnisse selbst ausmalen.

Gegen diesen Vorschlag wurde unter anderem geltend gemacht³²⁰, daß eine wirksame Beschränkung der Geldmenge bei der großen Liquidität der Geschäftsbanken Offen-Markt-Operationen allergrößten Umfanges erfordern würden, deren dementsprechend große Kosten schwierig aufzubringen seien. Es müsse allerdings zugegeben werden, daß die Auswahl der Mittel zur Verhinderung der fortschreitenden inflatorischen Entwicklung infolge einer Verkettung von Umständen sehr beschränkt sei, so daß auf eine restriktive Kreditpolitik nicht vollständig verzichtet werden könne. Die aufgezeigten Grenzen derselben würden aber deutlich machen, daß man sich auf diese allein nicht werde verlassen können.

Dem ebenfalls vorgebrachten Argument, daß der Zinsfuß als Kostenelement keine überragende Rolle spiele und infolgedessen nur sehr starke Erhöhungen der Zinssätze die Investitionsneigung und damit den Inflationsdruck schwächen könnten, so daß eine restriktive Kreditpolitik besser gänzlich unterlassen werde, wurde entgegengehalten³²¹, daß die

³¹⁸ So: Küng E., Grundfragen der Konjunkturpolitik, Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1941, S. 271.

³¹⁹ Ebenso: Gewiß keine Aufwertung des Schweizerfranken — aber was sonst? Kellenberger E., Der Bund, Nr. 584 und 588 vom 15. und 17. Dezember 1946.

³²⁰ Grundsätze und Richtlinien für eine schweizerische Konjunkturpolitik in der Nachkriegszeit, Kommission für Konjunkturbeobachtung, Mitteilung Nr. 73, 1946; Iklé M., Außenwirtschaftliche Aspekte der konjunkturellen Überbeschäftigung, in: Überbeschäftigung und Frankenparität, 1947, S. 28.

³²¹ La Roche Ch., Konjunkturpolitik bei Überbeschäftigung und Überliquidität, in: Überbeschäftigung und Frankenparität, 1947, S. 50 f.

vorgeschlagene Offen-Markt-Politik nicht auf eine Erhöhung der Zinssätze, sondern auf eine Verminderung der Geldmenge hinziele. Es dürfe nämlich angenommen werden, daß eine konsequent fortgesetzte Geldabschöpfung, ohne eine wesentliche Erhöhung der Zinssätze zur Folge zu haben, zu einer stärkeren Verminderung des Angebotes an Krediten und damit zum gewünschten Resultat führen werde. Da das Liquiditätsbedürfnis der schweizerischen Wirtschaft durch die langjährige Gewöhnung an einen hohen Liquiditätsgrad heute größer sei als früher, dürfe der Umfang der dazu notwendigen Offen-Markt-Operationen nicht überschätzt werden.

Diese Auffassung scheint insofern ihre Berechtigung besessen zu haben, als die Geschäftsbanken die Kontrolle über ihr Kreditvolumen nicht ausschließlich und nicht einmal vorwiegend mit Hilfe von Veränderungen der Zinssätze ausüben. Immerhin ist dabei vorausgesetzt worden, daß die primär nach erwerbswirtschaftlichen Prinzipien handelnden Geschäftsbanken in einem Zeitpunkt reger Kreditnachfrage und somit einer günstigen marktstrategischen Position bei einer Verminderung ihrer Liquidität eine eigentliche Kreditrationierung vornehmen und dabei auf eine Heraufsetzung der Preise für Kredite weitgehend verzichten würden.

k) Die Stellungnahme der Schweizerischen Nationalbank zu dieser Empfehlung der Durchführung restriktiver Offen-Markt-Operationen

Die Annahme ist zulässig, daß die Schweizerische Nationalbank die Auffassung geteilt hat, daß eine Zinserhöhung unabhängig von ihrem Ausmaß nur unerwünschte Folgen gehabt hätte, indem sie gewisse von der Konjunktur weniger begünstigte Wirtschaftszweige oder Wirtschaftsgruppen mehr oder weniger stark belastet hätte, während sie den Umfang der Investitionen in denjenigen Sektoren der Wirtschaft, welche die Träger oder Nutznießer der Konjunktur waren und welche — sei es wegen weitgehender Selbstfinanzierung³²² oder sei es wegen hoher Gewinnmargen — von Zinserhöhungen nicht oder weniger getroffen worden wären, kaum beeinflußt hätte.

Dafür sprechen die Feststellungen der Notenbank, daß ihr eine Politik genereller Kreditverknappung in der Schweiz nicht angebracht erscheine³²³, weil eine Maßnahme, welche alle Wirtschaftszweige treffe, zur Lenkung der Konjunktur wenig geeignet sei³²⁴.

Die Schweizerische Nationalbank hat im einzelnen allerdings nur auf das große Interesse des Bundes an tiefen Zinssätzen, welches die Durchführung einer Politik der Marktverknappung zur Bekämpfung der Inflation nicht zulasse, hingewiesen³²⁵. Die Notenbank hat dementspre-

³²² Diese wurde in der Schweiz auf 500 Mill. Fr. im Jahre 1946 geschätzt; s. Kellenberger E., Spartätigkeit und Kapitalbildung, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1946, S. 315.

³²³ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1951.

³²⁴ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1946, S. 14.

³²⁵ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1945.

chend auch auf eine Erhöhung des offiziellen Diskont- und Lombardsatzes verzichtet³²⁶, obwohl diese im Jahre 1947 wieder effektiv geworden waren, weil verschiedene Geschäftsbanken den kurzfristigen Notenbankkredit in Anspruch genommen haben. Damit kommt das bereits an anderer Stelle erwähnte Moment³²⁷ deutlich zum Ausdruck, daß nämlich die Schweizerische Nationalbank eine selektiv-quantitative Kreditpolitik einer Beschränkung der Kreditnachfrage durch eine allgemeine Kreditverteuerung vorzieht.

Eine weitere Erklärung für die ablehnende Haltung der Notenbank gegenüber einer der Inflationsbekämpfung dienenden Konjunkturbremmung durch geld- und kreditpolitische Mittel dürfte aber darin liegen, daß sie — im Gegensatz zu gewissen quantitativ-theoretischen Vorstellungen — in der Geldmenge weit mehr einen konditionalen als einen kausalen Faktor der Preisbildung erblickt hat. Dieser Standpunkt scheint aus ihrer Feststellung hervorzugehen, daß der inflatorische Druck vor allem von der Lohnseite ausgehe und demzufolge auch hauptsächlich durch lohnpolitische Maßnahmen beseitigt werden müsse³²⁸.

Das im Januar 1948 auf freiwilliger Basis unter den Spitzenverbänden der Privatwirtschaft zustande gekommene Abkommen betreffend die Bildung eines Lohn- und Preisstabilisierungsausschusses³²⁹ und einen befristeten Verzicht auf allgemeine Lohn- und Preiserhöhungen mußte danach von der Schweizerischen Nationalbank als der zweckmäßigste, weil das Verhalten der Wirtschaftssubjekte unmittelbar beeinflussende und außerdem mit einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung sehr wohl vereinbare Schritt zu Verhinderung des Weiterwirkens einer inflatorischen Lohn—Preis- oder Preis—Lohn-Spirale gehalten werden.

Die Schweizerische Nationalbank hat jedoch keineswegs verkannt, daß die inflatorische Entwicklung von der Geld- und Kreditseite her gefördert werden kann und hat deren Bekämpfung erneut³³⁰ als in ihren Aufgabenbereich fallend bezeichnet³³¹. Sie hat sich, wie ihre Praxis zeigt, nicht der Einsicht verschlossen, daß die Beachtung klassischer Grundsätze der Notendeckung dazu nicht ausreicht. Wenn die Bank deshalb, so hat sie betont, neue Mittel und Methoden zur Anwendung bringe, die ihrem Charakter nach bereits mehr auf der Ebene der allgemeinen Wirtschaftspolitik liegen würden, so werde sie dazu allein durch die Absicht der Erhaltung des Geldwertes bestimmt³³². Sie wolle hingegen weder aus eigenem Entschluß noch im Auftrage des Staates die wirtschaftliche Entwicklung in bestimmte Bahnen lenken³³³. Man werde sich aber Rechenschaft darüber geben müssen, daß die Notenbank nur über beschränkte Mittel verfüge, um einer dauerhaften, durch stän-

³²⁶ Seit November 1936 unverändert auf 1,5 und 2,5 % gehalten.

³²⁷ Siehe unter B., b.

³²⁸ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947.

³²⁹ Siehe BBl. 1950 II, S. 59 f.

³³⁰ Siehe Anmerkung 242.

³³¹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1946.

³³² Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1945.

³³³ Keller P., Von den Aufgaben der Notenbank, 1950.

dige Gold- und Devisenzuflüsse hervorgerufenen Marktverflüssigung mit Erfolg zu begegnen³³⁴. Deshalb dürfe man der Notenbankpolitik weder Ziele setzen, die sie nicht erreichen könne, noch der Notenbank Verantwortungen überwälzen, die sie nicht tragen könne³³⁵.

m) Offen-markt-politische Praxis der Schweizerischen Nationalbank und des Bundes: Fortführung und Einstellung der Goldabgaben an den offenen Markt und Emission von Sterilisierungswechseln

Auch in den Jahren 1946 und 1947 hat die Schweizerische Nationalbank Gold mit marktpolitischen Zielsetzungen an den inländischen Markt weitergegeben, wobei es sich im ersten Jahr um Gold im Werte von 300 Mill. Fr. und im zweiten Jahr um Gold im Werte von 480 Mill. Fr. gehandelt hat. Eine anti-inflatorische Wirkung dieser Goldabgaben, die es der Notenbank ermöglichten, das der Schweiz aus einer aktiven Zahlungsbilanz anfallende Gold ohne entsprechende Vermehrung des banktechnischen Notenumlaufes hereinzunehmen³³⁶, wurde aber von der Bank selbst als fraglich angesehen. Die über die starke ausländische Nachfrage nach Waren auf die schweizerische Wirtschaft ausgehenden Impulse, stellte sie fest³³⁷, könnten durch diese nachträglich und an anderer Stelle ansetzenden Goldoperationen nicht rückgängig gemacht werden.

Im September 1947 hat die Schweizerische Nationalbank diese Goldverkäufe, welche sie ohnehin als eine reine Notlösung betrachtete³³⁸, eingestellt³³⁹ und seither nicht wieder aufgenommen. Dieser Schritt, der in einem Zeitpunkt erfolgte, in welchem in Öffentlichkeit und Presse verschiedentlich eine großzügigere Goldabgabe durch die Notenbank gefordert worden ist³⁴⁰, wurde von der Bank mit dem Hinweis auf eine zunehmende illegale Goldausfuhr³⁴¹ begründet und als ein Beitrag zur Bekämpfung des Handels mit Gold zu Überpreisen (im Bezug auf die offiziellen Goldparitäten), gegen welchen vom Internationalen Währungsfonds bei verschiedenen ihm angeschlossenen Ländern Verwahrung eingelegt worden sei, bezeichnet³⁴². Gegenüber den Begehren nach einer massiven Goldabgabe an den offenen Markt stellte sich die Schweizerische Nationalbank auf den Standpunkt, daß der Währungsgoldbestand grundsätzlich bei der Notenbank oder beim Staat konzentriert bleiben müsse, weil er seine Funktion, dem Ausgleich der Zahlungsbilanz und somit als Zahlungsbilanzreserve zu Gewährleistung

334 Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1945.

335 Keller P., Von den Aufgaben der Notenbank, 1950.

336 Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 13.

337 Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1946, S. 15.

338 Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 14.

339 Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1948, S. 12.

340 Siehe Sieber H., Der Stand der Dollarfrage, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1949, S. 19.

341 Im Dezember 1942 war die Ausfuhr von Gold aus der Schweiz der Bewilligungspflicht durch die Schweizerische Nationalbank unterstellt worden, s. Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1942, S. 10.

342 Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 14.

stabiler Wechselkurse zu dienen³⁴³, nur dann ausüben könne, wenn er jederzeit greifbar sei³⁴⁴.

Ein weiterer nicht unwesentlicher Grund für die Einstellung der Goldabgaben ist die Befürchtung der Schweizerischen Nationalbank gewesen, daß „diese die Aufnahmewilligkeit des Marktes für Anleihen des Bundes beeinträchtigen und zu unliebsamen Umschichtungen auf dem Kapitalmarkt (d. h. zur Beschaffung von Mitteln für Goldkäufe durch Titelverkäufe) führen könnten“³⁴⁵.

Die Feststellung der schweizerischen Notenbank, daß sie weitere Goldverkäufe an den offenen Markt nur dann in Wiedererwägung ziehen könne, wenn diese sowohl zweckmäßig als erfolgversprechend seien und außerdem eine gewisse Sicherheit bestehe, daß dadurch eine Schädigung anderer volkswirtschaftlicher Interessen nicht erfolge³⁴⁶, scheint unter Berücksichtigung ihrer bereits dargelegten prinzipiellen Haltung einer Absage an eine systematische Anwendung einer Offenmarkt-Politik in Form von Goldabgaben an den inländischen Markt gleichzukommen.

Als im Jahre 1947 verschiedene Faktoren in Richtung einer weiteren Verflüssigung des Kreditmarktes gewirkt haben³⁴⁷ und der Bund erklärt hat, die Kosten weiterer Geldsterilisierungsoperationen seien für ihn im gegenwärtigen Zeitpunkt untragbar³⁴⁸, hat die Schweizerische Nationalbank nicht nur den Geschäftsbanken eine maßvolle Kreditgewährung nahegelegt³⁴⁹, sondern auch, unter Vermeidung unerwünschter Nebenwirkungen weiterer Goldabgaben, ihre restriktive Offenmarkt-Politik in anderer Form weitergeführt und für eigene Rechnung vom Bund zur Verfügung gestellte, bei ihr weder diskontierbare noch lombardierbare³⁵⁰ sogenannte Sterilisierungsreskriptionen mit einer Laufzeit von zwei Jahren und zu einem Zinssatz von $1\frac{1}{2}\%$ im Betrage von 10 Mill. Fr. bei den Geschäftsbanken untergebracht³⁵¹. Es ist deshalb unverständlich, daß in der Schweiz seither wiederholt auf „das Problem der Munition im Sinne mangelnder Effektenbestände der Schweizerischen Nationalbank“³⁵² hingewiesen worden ist³⁵³.

³⁴³ Von der Funktion des Goldes als Regulator des volkswirtschaftlichen Geld- und Kreditvolumens ist bezeichnenderweise nicht die Rede.

³⁴⁴ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 14; Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947; BBl. 1947 I, S. 809; bereits: Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1934, S. 26, und Referate zu den Geschäftsberichten der SNB für die Jahre 1934 und 1936.

³⁴⁵ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1946.

³⁴⁷ Siehe unter F., h.

³⁴⁸ BBl. 1947 I, S. 810; im Jahre 1947 hat der Bund für zusätzlich bewilligte Ausfuhrkontingente bei den Exporteuren eine besonder Goldsterilisierungssteuer in der Höhe von 4,5 % des Wertes derselben erhoben, Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 13.

³⁴⁹ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 17.

³⁵⁰ Das schweizerische Bankwesen im Jahre 1949, S. 39.

³⁵¹ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1947, S. 27; Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1948, S. 18; Gegenwert als „Verbindlichkeiten auf Zeit“, ausgewiesen in der Bilanz der SNB vom Dezember 1948.

³⁵² Siehe unter B., c.

³⁵³ So bei: Offenmarktpolitik, NZ Nr. 425 vom 14. Sept. 1952 und Küng E., Zur Revision des Nationalbankgesetzes, NZ Nr. 504 vom 30. Dezember 1952.

Zur Deckung der Kosten dieser Offen-Markt-Operationen, welche sich auf 3,2 Mill. Fr. belaufen haben³⁵⁴, hat die Notenbank eine bereits im Jahre 1946 zu Lasten ihrer Gewinn- und Verlustrechnung gemachte Rückstellung für Goldsterilisierungskosten in der Höhe von 4,1 Mill. Fr. in Anspruch genommen. Die Schweizerische Nationalbank hat diese Aufwendungen ausdrücklich als lohnend bezeichnet³⁵⁵, woraus der Wandel ersichtlich ist, der sich in ihren Anschauungen über eine solche Politik seit der Vorkriegszeit vollzogen hat³⁵⁶. Auch wenn die Beschränktheit der ihr dazu zur Verfügung stehenden Mittel nicht ohne Einfluß auf den verhältnismäßig bescheidenen Umfang der durchgeführten Operation geblieben sein dürfte, so sprechen doch verschiedene, bereits aufgezeigte Gründe³⁵⁷ dafür, daß sie es gar nicht angestrebt hat, auf diese Weise über eine wesentlich weitergehende Reduktion der Geldmenge eine Erhöhung der Zinssätze herbeizuführen. Der Absorbierung eines Kreditangebotes in der Höhe von 100 Mill. Fr. hat aber im Jahre 1947 eine Zunahme des ausgewiesenen Notenumlaufes um rund 300 Mill. Fr. gegenübergestanden³⁵⁸, welche bei geringer Grenzneigung zur Hortung von Banknoten und starker Kreditnachfrage der Tendenz zur Steigerung der Zinssätze entgegengewirkt und die aktive Geldmenge weiter erhöht haben dürfte. Es ist andererseits nicht völlig ausgeschlossen, daß diese Offen-Markt-Operation der Schweizerischen Nationalbank als demonstrative Geste und somit als Tatsache an sich neben anderen Faktoren die Geschäftsbanken davon abgehalten hat, ihr Kreditvolumen noch wesentlich weiter auszudehnen.

Die Schweizerische Nationalbank hat im Jahre 1949, diesmal angesichts eines durch die große Marktflüssigkeit hervorgerufenen Druckes auf die Zinssätze, nicht nur die im Jahre 1947 begebenen Sterilisierungsreskriptionen am Markt belassen, sondern dort zusätzlich solche im Betrage von 100 Mill. Fr. plazierte³⁵⁹. Auch der Bund hat in diesem Jahre zur Bezahlung der Übernahme neu zufließenden Goldes Sterilisierungsreskriptionen im Betrage von 125 Mill. Fr. für eigene Rechnung am offenen Markt begeben³⁶⁰ und außerdem seine Bestände an marktfähigen eigenen Wertschriften durch Verkäufe an den Markt, welche mit

³⁵⁴ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1947, S. 13.

³⁵⁵ Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1946, S. 13; ebenso: Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1948.

³⁵⁶ Vgl. dazu unter E., k.

³⁵⁷ Siehe unter F., k.

³⁵⁸ Die Emission von Sterilisierungsreskriptionen verhindert die Zunahme des „Notenumlaufes“ im Gegensatz zu Goldverkäufen nicht und schiebt die Vermehrung der Geldmenge nur hinaus, da die Notenbank den Gegenwert schließlich einmal zurückbezahlen muß. Dagegen machen Goldverkäufe, unter der Voraussetzung, daß die Notenbank das einmal verkaufte Gold nicht in einem späteren Zeitpunkt wieder kauft, die Zunahme des Notenumlaufes auf Grund von Goldzuflüssen für dauernd rückgängig.

³⁵⁹ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1949, S. 8; gesamthaft zurückbezahlt in der ersten Hälfte des Jahres 1950, s. Schweizerisches Finanzjahrbuch 1950, S. 7.

³⁶⁰ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1949, S. 8; zurückbezahlt im Jahre 1951, s. Schweizerisches Finanzjahrbuch 1951, S. 9.

Kursgewinnen möglich waren, fast ganz abgebaut³⁶¹. Er hat ferner unter Verzicht auf die Rückzahlung von Schulden aus Rechnungsüberschüssen stammende Mittel in Form von Guthaben bei der Schweizerischen Nationalbank stillgelegt und damit auch seine Budgetpolitik erstmals in den Dienst der Geldpolitik gestellt³⁶².

n) Die Empfehlungen zur Weiterführung und zum Ausbau der bisherigen Geldsterilisierungspraxis des Bundes und der Schweizerischen Nationalbank und die Entwicklung neuer Methoden der Geldsterilisierung: Die Bildung steuerbegünstigter Arbeitsbeschaffungsreserven der Privatwirtschaft

Der anti-inflatorische Effekt, den die Offen-Markt-Politik der Schweizerischen Nationalbank im Jahre 1947 erzielt haben mag, läßt sich größenmäßig natürlich nicht feststellen, weil er sich von den Wirkungen, welche andere Faktoren auf die Preisentwicklung gehabt haben, nicht isolieren läßt. Ein solcher ist jedoch angenommen worden, was daraus hervorgeht, daß anläßlich des durch den Ausbruch des Koreakonfliktes in der Mitte des Jahres 1950 ausgelösten weltwirtschaftlichen Booms, welcher auch der schweizerischen Wirtschaftskonjunktur erneuten Auftrieb verliehen hat, von einer Expertenkommission die Fortsetzung und gegebenenfalls die Erweiterung der bisherigen Geldsterilisierungspraxis der Notenbank und des Staates empfohlen worden ist³⁶³. Die Kosten dieser Politik, stellt der Bericht dieser Experten fest, würden in keinem Verhältnis zu den Nachteilen stehen, die sich für die schweizerische Wirtschaft aus einer inflatorischen Entwicklung ergeben würden.

In der Schweiz ist aber immer wieder die Auffassung vertreten worden, daß die Investitionsneigung durch eine Geldsterilisierung auf dem Wege einer Offen-Markt-Politik nicht in genügend wirksamer Weise gedämpft werden könne³⁶⁴.

Die in der Periode 1946—1948 gemachten Erfahrungen haben außerdem gezeigt, daß ein stärkerer Steuerdruck, wie er bei steigenden Einkommen und Gewinnen aus progressiven Steuersätzen entstanden ist, eine Tendenz zur Vergrößerung der Investitionsneigung auslösen kann, indem die Unternehmer veranlaßt werden, den steuerpflichtigen Gewinn im Rahmen der steuerrechtlich zulässigen und möglichen Abschreibungssummen durch Erhöhung der Aufwendungen herabzusetzen³⁶⁵.

³⁶¹ Schweizerisches Finanzjahrbuch 1949, S. 14; Botschaft des Bundesrates zur Eidgenössischen Staatsrechnung für das Jahr 1949, S. 14; Die Anlagen des Bundes in „Eigenen Wertschriften“ (Titel des Bundes, der SBB und Pfandbriefe der beiden schweizerischen Pfandbriefzentralen) haben sich von 161,7 Mill. Fr. Ende des Jahres 1948 auf 13,4 Mill. Fr. Ende des Jahres 1950 vermindert, s. Statistisches Jahrbuch der Schweiz für das Jahr 1950, Tab. S. 376.

³⁶² Schweizerisches Finanzjahrbuch 1949, S. 9; Botschaft des Bundesrates zur Eidgenössischen Staatsrechnung für das Jahr 1951, S. 4.

³⁶³ Bericht der Expertenkommission über Maßnahmen zur Bekämpfung der Teuerung vom 19. Okt. 1951; ebenso: Thesen zur aktuellen Konjunkturbeobachtung, Mitteilung Nr. 93, 1951.

³⁶⁴ Zur Begründung derselben vgl. unter F., b.; F., i.

³⁶⁵ BBl. 1950 II, S. 52.

Dies hat zur Entwicklung einer Methode der Begrenzung des Investitionsvolumens geführt, die sowohl Wesenselemente der Geldsterilisation durch offen-markt-politische Intervention als auch derjenigen durch fiskalpolitische Intervention zeigt, gewisse Vorzüge jedes dieser Mittel, nicht aber gewisse Mängel derselben besitzt und geeignet scheint, nicht nur der Inflationsbekämpfung, sondern auch dem konjunkturellen Beschäftigungsausgleich zu dienen.

Diese Methode besteht in der Begünstigung der Bildung von Arbeitsbeschaffungsreserven durch die Privatwirtschaft.

So hat sich der Bund, nachdem Schritte dieser Art bereits seit längerer Zeit gefordert worden waren ³⁶⁶, bereit gefunden, Unternehmen der Privatwirtschaft, welche aus ihrem Reingewinn Rückstellungen vornehmen, die auf diese entrichteten Steuerbeträge rückzuvergüten, wenn diese Mittel bei einer zukünftigen Arbeitslosigkeit bestimmten, der Arbeitsbeschaffung dienenden Zwecken zugeführt werden ³⁶⁷.

Während ein Zwang zur Bildung oder Aufrechterhaltung solcher Reserven nicht vorgesehen ist, — infolgedessen wird dieses Mittel eine anti-zyklisch eingesetzte Fiskal- und Offen-Markt-Politik wohl ergänzen, nicht aber ersetzen können, — soll die Steuerrückzahlung den Anreiz dazu geben. Mindestens 60 % der gebildeten Reserven müssen in marktüblich verzinsten unübertragbaren und nicht notenbankfähigen Schuldverschreibungen des Bundes angelegt werden, welche bei Auslösung der Arbeitsbeschaffungsaktion, die auf Weisung des Bundes erfolgt, zur Rückzahlung gelangen. Bei vorzeitiger Auflösung der Reserven geht der Rückvergütungsanspruch an die öffentliche Hand verloren. Diese sterilisiert nicht nur den Gegenwert der auf diese Weise begebenen Wertpapiere, sondern auch die zur Rückzahlung der Steuerrückvergütungen notwendig werdenden eigenen Rückstellungen.

Diese Regelung ist in erster Linie für Unternehmen der Industrie und des Handels vorgesehen worden ³⁶⁸. Seither haben auch die Geschäftsbanken Interesse daran gezeigt und darauf hingewiesen, daß sie auf dem Gebiete des Kredites ebenfalls eine konjunkturausgleichende Wirkung ausüben könnte und deshalb auf die Banken ausgedehnt werden sollte ³⁶⁹. Dadurch werde in der Hochkonjunktur das Kreditangebot verkleinert und in Krisen- und Depressionszeiten eine Einschränkung der Kreditgewährung verhindert, weil die Rückvergütungen den Banken zur Deckung besonderer Risiken dienen könnten. Falls den Geschäftsbanken, wie dies bereits verschiedentlich vorgeschlagen worden ist, durch Prioritätsskalen Richtlinien für die jeweils volkswirtschaftlich er-

³⁶⁶ Postulat Gressot, Nationalrat, vom 16. Juni 1947

³⁶⁷ BBl. 1951 II, S. 721; Bundesgesetz vom 3. Okt. 1951 (in Kraft seit 25. Jan. 1952); letzteres hat als Vorbild entsprechender kantonaler und kommunaler Gesetze gedient.

³⁶⁸ Zu Beginn des Jahres 1953 hat das Total der von insgesamt 543 Firmen gebildeten Arbeitsbeschaffungsreserven rund 100 Mill. Fr. betragen.

³⁶⁹ Banken und Arbeitsbeschaffungsreserven, Währungspolitische Korrespondenz, 10. Jg., Nr. 37/38, vom 7. Oktober 1952.

wünschte Kreditgewährung gegeben werden sollten, würde es die Bildung steuerbegünstigter Reserven diesen erleichtern, solchen Empfehlungen Folge zu leisten.

o) Die Frage der Offen-Markt-Politik in den neuerdings aufgenommenen Beratungen über eine Revision des schweizerischen Notenbankgesetzes

Seit dem Abwertungsbeschluß vom 27. September 1936, durch welchen wichtige Bestimmungen von Art. 39 der Bundesverfassung, des eidgenössischen Münzgesetzes und des Bundesgesetzes über die Schweizerische Nationalbank (Bestimmungen des Art. 20 betr. die Verpflichtung der Notenbank zur Einlösung ihrer Noten in Gold) außer Kraft gesetzt worden waren, haben wesentliche Teile der schweizerischen Währungsordnung auf befristetem Finanznotrecht beruht, dessen endgültiger Ablauf auf Ende des Jahres 1954 vorgesehen ist.

Die Frage, in welcher Form die Überführung der Bestimmungen des genannten Bundesratsbeschlusses in das ordentliche Recht zu erfolgen habe, ist bereits zu Beginn des Jahres 1953 abgeklärt gewesen. Die Revision von Art. 39 der Bundesverfassung und des Münzgesetzes, die bis zu diesem Zeitpunkt abgeschlossen gewesen ist, hat keine grundlegenden Änderungen der seit 1936 in der Schweiz bestehenden Währungsordnung gebracht.

Die im Jahre 1945 geforderte Revision des Bundesgesetzes über die Schweizerische Nationalbank ist im Zeitpunkt des Abschlusses der vorliegenden Untersuchung noch nicht vollzogen gewesen.

Im Verlaufe der Beratungen ist in Erwägung gezogen worden, dem Bund oder der Schweizerischen Nationalbank Kompetenzen zur Manipulierung der Reservesätze der Geschäftsbanken zum Zwecke einer Beeinflussung des Kreditvolumens derselben einzuräumen.

Die Geschäftsbanken selbst haben sich verständlicherweise unter Anführung verschiedener Argumente gegen die Einführung einer solchen Reservpolitik, welche die Kosten der Geldsterilisierung — Zinsentgang auf in liquider Form gehaltenen Aktiven — auf sie abwälzt, ausgesprochen. Die Erfahrungen in den Vereinigten Staaten hätten gezeigt, ist beispielsweise angeführt worden³⁷⁰, daß sogar eine rein praeventive Erhöhung der Pflichtreserven nachteilige Wirkungen für den Kapitalmarkt zur Folge haben könnte³⁷¹. Es bestehe aber die Gefahr, daß mit diesem Mittel der Versuch einer nachträglichen Korrektur einer bereits erfolgten Kreditexpansion unternommen werde, was kumulative Schrumpfungsprozesse auslösen würde. Umgekehrt könne die Noten-

³⁷⁰ Schweizerischer Bankverein, Geschäftsbericht für das Jahr 1952.

³⁷¹ Die zweimalige Heraufsetzung der Pflichtreserven der Mitgliedsbanken des Federal Reserve Systems durch den Board of Governors (seit 1935 anstelle des früheren FR-Board die Aufsichtsbehörde des FRS) in den Jahren 1936 und 1937 hat damals die unerwartete Folge gehabt, auf dem Markt der Bundesanleihen Kursrückgänge auszulösen. Diese rührten daher, daß verschiedene Mitgliedsbanken zu Titelverkäufen schritten, um ihre verringerte Liquidität wieder zu erhöhen, s. Kriz M., *Les opérations des Banques d'Emission sur le marché libre*, 1938, S. 96.

bank durch eine Herabsetzung der Pflichtreservesätze eine Kreditexpansion der Geschäftsbanken ebensowenig erzwingen wie durch Offen-Markt-Käufe. Außerdem ist betont worden, die schweizerischen Geschäftsbanken hätten bisher stets ein Verhalten gezeigt, das eine verstärkte Einflußnahme auf ihr Kreditgebaren erübrige.

Die Schweizerische Nationalbank hat ihrerseits festgestellt³⁷², daß sie keine Vorschläge in dieser Hinsicht machen könne, weil sie diese Frage als noch zu wenig abgeklärt erachte. Unter anderem würden sich auch Probleme rechtlicher Natur stellen, weil das schweizerische Bankensystem zahlreiche Staatsbanken (Kantonalbanken) umfasse und die Verpflichtung der Geschäftsbanken zur Haltung besonderer Reserven die verfassungsmäßig garantierte Handels- und Gewerbefreiheit auf dem Gebiete des Bankwesens tangiere. Sie glaube aber, vorläufig auch ohne dieses Mittel auskommen zu können.

Auf Grund der Tatsache, daß die Schweizerische Nationalbank den Zinssatz für ein ungeeignetes Mittel zur Beeinflussung und Lenkung des Investitionsvolumens hält (s. unter F., k.) und dem entsprechend bei ihrer Kreditpolitik quantitativen Beschränkungen und einer qualitativen Auslese der Kreditgesuche den Vorzug gibt (s. unter B., b.), kann vermutet werden, daß sie bei der Prüfung der Frage, ob und in welcher Form die Reservepolitik in der Schweiz eingeführt werden soll, neuen Formen derselben, die gegenwärtig in den Vereinigten Staaten diskutiert werden, alle Aufmerksamkeit schenkt. So ist in den Vereinigten Staaten vorgeschlagen worden, die dort bisher übliche Form der Reservepolitik, bei welcher die Pflichtreserven von der Höhe der gesamten kurz- oder mittelfristigen Passiven abhängig sind, durch eine neue Form zu ersetzen, bei welcher die Pflichtreserven durch die Höhe der Aktiven bestimmt werden. Da dabei für verschiedene Aktiven unterschiedliche Barreservequoten vorgesehen sind und diese Quoten unabhängig voneinander manipulierbar sein sollen, würde der Staat oder die Notenbank in die Lage versetzt, die Reservepolitik, welche in ihrer alten Form eine reine Geldmengenspolitik darstellt, zu einem Instrument einer selektiven Kreditpolitik auszubauen³⁷³.

Darauf ist in dieser Arbeit nicht näher einzugehen. Beim vorläufigen Verzicht auf eine Reservepolitik liegt das Schwergewicht im Rahmen einer restriktiven Geld- und Kreditpolitik, deren Durchführung sich in der Zukunft unter Umständen als notwendig erweisen könnte, jedenfalls auf einer Fiskal- und Offen-Markt-Politik.

Im Jahre 1949 ist der Bundesrat mit einem von den Bankbehörden ausgearbeiteten Entwurf für ein revidiertes Notenbankgesetz an die Öffentlichkeit gelangt³⁷⁴. Mit der Verwerfung einer ersten, vom Parlament bereits genehmigten Vorlage zu einem revidierten BV Art. 39³⁷⁵

³⁷² Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1952.

³⁷³ Dazu: Patman Report, Report of the Subcommittee on General Credit Control and Debt Management of the Joint Committee on the Economic Report, 83. U. S. Congress, Washington 1952.

³⁷⁴ Botschaft des Bundesrates vom 13. Mai 1949, BBl. 1949 I, Nr. 20, S. 945 f.

³⁷⁵ Siehe BBl. 1948 III, S. 703.

durch die Volksabstimmung vom 22. Mai 1949 hat er diesen aber wieder zurückgezogen. Er weicht in verschiedenen relevanten Punkten von einem zweiten Entwurf ab, den der Bundesrat im Jahre 1953 veröffentlicht hat ³⁷⁶.

Die Revisionsbestrebungen gingen wiederum ³⁷⁷ in Richtung einer Erweiterung des Geschäftskreises der Notenbank und einer Neuregelung der Gewinnverteilung. Darüber hinaus sollten diesmal aber auch die Bestimmungen über die Äufnung von Reserven durch die Bank geändert werden.

1. Das Diskontgeschäft der Schweizerischen Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz.

Die bisherige Ordnung des Diskontgeschäftes der Schweizerischen Nationalbank wird grundsätzlich beibehalten, aber dahingehend geändert, daß die Bestimmung, wonach den diskontierbaren, innerhalb 3 Monaten fälligen Wechseln eine Handelsoperation zugrunde liegen muß, in Wegfall kommt. Die Diskontierung von Schatzwechseln der Kantone und Gemeinden wird in Art. 14 Abs. 1 nur mit der Unterschrift einer Geschäftsbank für zulässig erklärt. Im zweiten Entwurf ist der Verkauf solcher Wechsel, der im ersten Entwurf ausdrücklich vorgesehen war, nicht mehr genannt.

Ferner wird die Schweizerische Nationalbank von Gesetzes wegen zur Erteilung zeitlich beschränkter Rediskont- und Lombardzusagen für Forderungen aus längerfristigen Arbeitsbeschaffungskrediten der Geschäftsbanken an Privatwirtschaft und öffentliche Hand befugt. Es könnte in diesem Zusammenhang von Bedeutung werden, daß Lombarddarlehen der Schweizerischen Nationalbank bei allerdings kurzfristiger Kündigungsfrist auch längere Zeit laufen können, worauf der Bundesrat in seiner Botschaft ausdrücklich hingewiesen hat ³⁷⁸.

2. Das Wertschriften- und Depotgeschäft der Schweizerischen Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz.

Die Entwürfe sehen keine materiellen Änderungen in der bestehenden Regelung des Wertschriften- und Depotgeschäftes der Schweizerischen Nationalbank vor.

3. Das Offen-Markt-Geschäft der Schweizerischen Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz.

Vollständig neu ist die in Art. 14 Abs. 2 und Art. 19 vorgeschlagene Befugnis der Schweizerischen Nationalbank zum Kauf und Verkauf von zur Notendeckung zugelassener, innert 2 Jahren fälliger Schatzscheine des Bundes, Anleiheobligationen (einschließlich Schuldbuchverschreibungen) des Bundes, der SBB, der Kantone und Kantonalbanken sowie Pfandbriefen der beiden schweizerischen Pfandbriefzentralen zu (notwendig) vom offiziellen Diskontsatz abweichenden Bedingungen. Nach

³⁷⁶ Botschaft des Bundesrates vom 21. April 1953, BBl. 1953, Nr. 17, S. 901 f.

³⁷⁷ Siehe unter E., h.

³⁷⁸ BBl. 1949 I, S. 954 und BBl. 1953, S. 910.

Art. 16 bleibt die Pflicht der Bank zur Veröffentlichung der zur Anwendung gelangenden Sätze allerdings bestehen.

Durch diese Erweiterung des Geschäftskreises der Notenbank³⁷⁹ sollte, wie der Bundesrat in seiner Botschaft ausgeführt hat, einerseits deren Möglichkeiten zur Beeinflussung des Kreditmarktes vergrößert und andererseits gewissen Bedenken gegen eine zu weitgehende Tätigkeit derselben auf dem offenen Markt Rechnung getragen werden. „Damit soll, wie die Bankleitung selbst klargestellt hat³⁸⁰, der Notenbank die Möglichkeit zu einer Regulierung der Geldmenge gegeben werden, wozu die Einbeziehung der betreffenden Wertpapiere in die Notendeckung unerlässlich ist, wenn sie in der Lage sein soll, von dieser Ermächtigung wirksamen Gebrauch zu machen.“

Die Notenbank habe, stellt der Bundesrat in seiner Botschaft dazu weiter fest, selbst wenn sie nicht verpflichtet sei, ihre Noten im Zahlungsverkehr mit dem Inland in Gold einzulösen, auf größtmögliche Liquidität ihrer Aktiven bedacht zu sein, um die zur Erfüllung ihrer währungs- und kreditpolitischen Aufgaben notwendige Freiheit zu besitzen. Sie habe sich deshalb vorwiegend auf kurzfristige Geschäfte zu beschränken und solle nur zum Erwerb solcher Aktiven berechtigt sein, die sie „innert angemessener Frist“³⁸¹ liquidieren könne. Langfristige Geschäfte oder Geschäfte, welche ein besonderes Risiko in sich schließen, würden für die Notenbank außer Betracht fallen. Unter letztere scheinen nach Ansicht der Bankleitung solche zu fallen, welche bei einer Kurspflege auf dem Markt der Bundestitel notwendig werden. Es ist klar, daß es sich bei den an der Börse gehandelten Bundestiteln in der Mehrzahl um Papiere handelt, deren Laufzeit 2 Jahre noch übersteigt. Die vorgeschlagene Lösung läßt also Kursstützungsoperationen durch die Schweizerische Nationalbank selbst nicht zu, es sei denn, daß die Bank dafür eigene Mittel einsetzt oder für Rechnung des Bundes interveniert. (Dazu mehr unter F. o., 4.)

4. Die Äufnung von Reserven durch die Schweizerische Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz.

Es wird empfohlen, die jährlichen Zuweisungen an den Reservefonds der Schweizerischen Nationalbank zu vergrößern. Diese sollen immerhin auf 2 % des (gesamten) Grundkapitals (d. h. auf 1 Mill. Fr.) limitiert bleiben. Art. 27 macht die Höhe der Einlagen in den Reservefonds von der Höhe des Reingewinnes der Bank unabhängig und stellt sie im Rahmen der erwähnten Begrenzung dem Ermessen der Bankleitung anheim.

In der Botschaft des Bundesrates wird dies einzig mit dem Mißverhältnis begründet, welches sich seit 1930 zwischen der Bilanzsumme

³⁷⁹ In den Botschaften des Bundesrates zu den Gesetzesentwürfen unter „Operationen auf dem offenen Markt“ angeführt.

³⁸⁰ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1952.

³⁸¹ Wie elastisch diese Ausführungen sind, geht daraus hervor, daß bei gleichem Text der Botschaften im Entwurf von 1949 nur eine Laufzeit von höchstens 9 Monaten vorgesehen war. Das von uns an anderer Stelle (s. B. c., 3) hervor gehobene „Prinzip der Abwälzbarkeit“ bei der O-M-P. scheint eigenartigerweise überhaupt nicht die notwendige Beachtung gefunden zu haben.

der Notenbank, welche ihrer Geschäftsentwicklung Ausdruck gibt, und dem Reservefonds ergeben hat³⁸². Die Bankleitung ihrerseits hat aber die Notwendigkeit einer höheren Dotierung des Reservefonds schon wiederholt mit dem Hinweis auf die gestiegenen Risiken im Gold- und Devisengeschäft³⁸³ und die besonderen Risiken eventueller Interventionen am Markt der Bundestitel³⁸⁴ betont.

Es ist bereits an anderer Stelle darauf hingewiesen und nachgewiesen worden³⁸⁵, daß eine systematisch geführte Offen-Markt-Politik beträchtliche Kosten verursachen kann. Solche Kosten entstehen mit Sicherheit dann, wenn die Offen-Markt-Operationen die Form der Emission von Sterilisierungsanleihen besitzen. Wenn dieser Sachverhalt in der vorgeschlagenen Regelung über die Bildung von Reserven durch die Notenbank zu wenig Beachtung gefunden zu haben scheint, so darf daraus allerdings nicht geschlossen werden, daß die Bankleitung die Periode der ständigen Goldzuflüsse nach der Schweiz für abgeschlossen hält und in Zukunft eher mit einer umgekehrten Tendenz rechnet, die eine Politik der Goldsterilisierung überflüssig macht. Es würde deshalb dem von der Bank stets eingenommenen Standpunkt einer möglichst großen Unabhängigkeit der Notenbank vom Staat und einer möglichst weitgehenden Selbständigkeit der Notenbankpolitik entsprechen, wenn sie darin nicht auf die wie gezeigt wechselnde Bereitschaft des Bundes, die Kosten solcher Operationen zu tragen, angewiesen wäre. Dabei darf allerdings nicht verkannt werden, daß die Notenbank, unter den gegenwärtigen Verhältnissen weniger denn je, eine Politik wird betreiben können, die den finanzpolitischen Interessen des Staates diametral entgegenläuft. Die Schweizerische Nationalbank hat außerdem selbst festgestellt, daß „eine Stabilität des Preisniveaus nur so lange wünschenswert ist, als sie Wirkung und Ausdruck einer im Gleichgewicht befindlichen Wirtschaft ist“³⁸⁶. Jedenfalls sollte die Notenbank die Kosten solcher Operationen, — zumal es sich dabei um die Regelung des Geldumlaufes durch ein kreditpolitisches Mittel und somit eindeutig um ihren Tätigkeitsbereich handelt, — soweit sie im gesamtwirtschaftlichen Interesse gerechtfertigt und zweckmäßig erscheinen, unbedenklich in Kauf nehmen, was unbestritten ist³⁸⁷. Die Schweizerische Nationalbank sollte diese Kosten aber auch tragen können, — auch wenn sie bedeutend sind, — was zumindest fraglich erscheint. So haben sich die Kosten der ihrem Umfang nach verhältnismäßig bescheidenen Operationen im Jahre 1947 auf 3.2 Mill. Fr. belaufen, was rund 18 % des im Verlaufe von 40 Jahren gebildeten Reservefonds entspricht. Die Folge zu geringer und anderweitig gebundener Reserven könnte in Zukunft die Unterlassung solcher Operationen sein. Es ist aber auch nicht ausgeschlossen, daß die Bankleitung damit rechnet, daß in absehbarer Zeit

³⁸² Siehe unter D., a., 4.

³⁸³ Referate zu den Geschäftsberichten der SNB für die Jahre 1934, 35, 37, 38, 52.

³⁸⁴ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1938; s. unter E., h.

³⁸⁵ Siehe unter A., b.; D., a., 4.; E., k.; F., m.

³⁸⁶ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1937.

³⁸⁷ Siehe Anmerkung 355 und Anmerkung 363.

eine Reservepolitik in der Schweiz eingeführt wird, die wenigstens zur Einengung der Geldmenge ein überaus wirksames Mittel darstellt.

Davon unabhängig steht fest, daß der Notenbank aus größeren Reserven in keinem Fall ein Schaden entstehen kann. Die Frage von mit besonderen Verlustrisiken (aber auch Gewinnmöglichkeiten) verbundenen Käufen und Verkäufen ausgesprochen langfristiger Bundestitel durch die Notenbank im Rahmen einer Offen-Markt-Politik würde dadurch ebenfalls einen anderen Aspekt erhalten. Darüber, ob solche Interventionen zum Zwecke einer Kurspflege Aufgabe des Wertpapier-schuldners, mithin des Bundes darstellt oder ebenfalls in den Tätigkeitsbereich der Notenbank fällt, gehen die Ansichten allerdings auseinander.

Im privatwirtschaftlichen Sektor der Wirtschaft sind es häufig Geschäftsbanken, welche eine Kurspflege von Schuldtiteln solcher Unternehmen durchführen, an welchen sie in irgendeiner Weise interessiert sind. „Man kann sich fragen“, meint beispielsweise Küng³⁸⁸, „ob eine Marktstützung durch den Staat nicht eine gesuchte und unnatürliche Lösung darstellt; Tatsache ist, daß der Bund zur Kontrolle des Kreditmarktes ein eigens hiezu bestimmtes Institut unter seiner Oberaufsicht geschaffen hat, dem diese Aufgabe auch allein überlassen werden sollte.“ Damit wird auf die Sonderstellung des Staates als Schuldner hingewiesen. Ebensogut zur Begründung des entgegengesetzten Standpunktes könnte aber das weitere Argument von Küng dienen, daß „sich auch in der Schweiz nicht mehr ein so scharfer Trennungsstrich zwischen Notenbank und Staat ziehen läßt, wie dies nach überlieferten Dogmen noch vielfach geschieht; die Grenzen zwischen der Domäne des Staates und derjenigen der Notenbank sind infolge der eingetretenen Wandlung der ökonomischen Grundlagen schon längst verwischt worden und dürften es in Zukunft noch mehr werden“³⁸⁹. Eine Kurspflege auf dem Markt der Staatsanleihen könnte danach ebensogut Aufgabe des Staates sein, auch wenn sie eine Maßnahme der allgemeinen Zinspolitik darstellt. Die Auffassung, daß die Schweizerische Nationalbank eine Kurspflege der eidgenössischen Titel nur für Rechnung des Bundes durchzuführen habe, ist besonders dann durchaus vertretbar, wenn die Notenbank nötigenfalls dem Staat die zu einer solchen Politik erforderlichen Mittel über ihren kürzerfristigen Kredit zur Verfügung stellt³⁹⁰. Die Schweizerische Nationalbank selbst drängt jedenfalls nicht danach, diese Aufgabe allein zu übernehmen³⁹¹. Dies geht auch aus der bewußten Beschränkung der Laufzeit der im Entwurf zur Notendeckung vorgeschlagenen Offen-Markt-Werte hervor, welche die Bank so lange nicht an einer wirksamen Geldmengenpolitik hindern wird, als ausreichend große Bestände an Papieren mit mittlerer Laufzeit am offenen Markt vorhanden sind. Sofern der Bund die im Zweiten Weltkrieg aufgenommene Finanzierungsart (schwebende Staatsschuld in Form von Schatzscheinen) weiterhin im bisherigen Umfang beibehält, wird dies der Fall sein.

388 Küng H., Zur Frage der Offenmarktpolitik, NZZ Nr. 1399 vom 17. 9. 1945.

389 Ebenda.

390 Siehe unter F., g.

391 Siehe Ebenda.

Maßgebend für die ablehnende Haltung der Schweizerischen Nationalbank gegenüber einer selbständigen Kurspolitik auf dem Markt der Bundestitel dürfte neben Risikoerwägungen die Befürchtung sein, dabei in besonders starkem Maße in den Mittelpunkt wirtschafts- oder finanzpolitischer Diskussionen gezogen zu werden und sich den Wünschen oder Begehren gewisser Interessengruppen weniger leicht entziehen zu können.

5. Der Anteil der Kantone am Gewinn der Schweizerischen Nationalbank im Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz.

In Art. 27 Abs. 3 des im April 1953 veröffentlichten Gesetzesentwurfes wird vorgeschlagen, die Kopfquote an die Kantone³⁹² aufrechtzuerhalten³⁹³, aber von der Höhe des Reingewinnes der Bank abhängig zu machen. Reicht der Reingewinn zur Auszahlung dieser Summen³⁹⁴ nicht aus, so ist der Ausfall von der Bank in den darauffolgenden 5 Jahren nachzuzahlen, so weit ihre Betriebsergebnisse dazu ausreichen.

Damit soll die Notenbank, wie der Bundesrat in seiner Botschaft festgestellt hat, jedenfalls nicht mehr an die Kantone abliefern müssen, als was von den erzielten Reingewinnen nach Dotierung des Reservefonds und nach Ausschüttung der Dividende verbleibt. Dies würde zur Folge haben, daß „die Schweizerische Nationalbank von einer als untragbar empfundenen Belastung befreit werden würde“³⁹⁵. Mit dem Wegfall des Zwanges, diese Auflage unter allen Umständen herauszuwirtschaften, würde aber auch einer der Gründe beseitigt werden, welche bisher die Bank veranlaßt haben, ihr Wertschriftengeschäft ausschließlich nach erwerbswirtschaftlichen Grundsätzen zu führen.

p) Verschiedene Stellungnahmen zur Offen-Markt-Politik im Zusammenhang mit der in Aussicht genommenen Revision des Bundesgesetzes über die Schweizerische Nationalbank

Über den im April 1953 veröffentlichten Entwurf zu einem revidierten Notenbankgesetz haben bei Abschluß der vorliegenden Arbeit noch keine Beratungen im Parlament stattgefunden. Auch der wieder zurückgezogene Entwurf ist in der Presse wenig kommentiert worden.

Es ist aber unter anderem der Standpunkt vertreten worden, es bestehe kein in der Erfahrung begründetes Bedürfnis, der Schweizerischen Nationalbank durch die Gesetzgebung größere offen-markt-politische Befugnisse einzuräumen, als sie bisher besessen habe. Es bestehe kein Grund, einer Verquickung des Staats- und Notenbankkredites, welche bisher in der Schweiz habe vermieden werden können, für die Zukunft eine legale Grundlage zu geben. Bereits die Erteilung von Rediskontzusagen für bestimmte Geschäftsbankkredite durch die Notenbank sei

³⁹² Siehe unter E., h.

³⁹³ Im Entwurf von 1949 war deren vollständiger Wegfall vorgesehen.

³⁹⁴ Von 1907 bis 1952 hat die SNB den Kantonen auf diese Weise 68 Mill. Franken (im Durchschnitt jährlich 1,5 Mill. Fr.) ausbezahlt.

³⁹⁵ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1952.

nicht oder nur in ausgesprochenen Notzeiten vertretbar, weil die derartige Mobilisierung solcher Kredite in Widerspruch zum „Prinzip der Kreditknappheit“ geraten könne³⁹⁶. Dieses Urteil scheint jedoch in starkem Maße durch eine Lage der schweizerischen Volkswirtschaft bedingt gewesen zu sein, die sich durch einen hohen Beschäftigungsgrad bei flüssigem Geld- und Kapitalmarkt und stabilem Preis- und Zinsniveau auszeichnet hat. So ist von anderer Seite darauf aufmerksam gemacht worden, daß es für die Schweiz in Zukunft vielleicht bedeutungsvoll werden könnte, die Wirkungen umfangreicher Gold- und Devisenabflüsse auf das volkswirtschaftliche Kreditvolumen durch eine Offen-Markt-Politik in Form von Käufen längerfristiger öffentlicher Schuldverschreibungen durch die Notenbank zu kompensieren³⁹⁷. Eine langsame Rückbildung der allgemein als überdimensioniert erachteten schweizerischen Geldmenge durch Goldabflüsse würde, sofern sie nicht über den Punkt hinausgeht, dessen Überschreitung eine stärkere Erhöhung der Zinssätze zur Folge hat, sicher keine Katastrophe bedeuten. Sie hätte aber unter anderem die wenigstens vom Standpunkt einer Kreditkontrolle nicht unerwünschte Konsequenz, daß die Wirtschaft zur Deckung kurzfristiger Kreditbedürfnisse wieder in verstärktem Maße auf den Diskont- und Lombardkredit der Notenbank angewiesen wäre. Damit würde die Marktstellung der Schweizerischen Nationalbank gestärkt und eine Reaktivierung der Diskont- und Lombardpolitik möglich werden. Die Notwendigkeit zur Durchführung von Offen-Markt-Operationen ergäbe sich nur dann, wenn — ähnlich wie im Jahre 1935 — plötzliche Goldabflüsse zu einer Kreditkrise auf dem Kapitalmarkt führen würden oder wenn die Goldabflüsse ein solches Ausmaß annähmen, daß Erscheinungen einer echten Deflation mit allen ihren nachteiligen Wirkungen für die Wirtschaft aufträten. „Es käme einer ausgesprochenen Überheblichkeit gleich, ist bereits im Jahre 1945 festgestellt worden³⁹⁸, wenn man in der Schweiz die Verhältnisse in jenen Ländern, wo die Offen-Markt-Politik schon längere Zeit als Regulierventil systematisch benützt wird, für rundweg ungesünder halten oder von Verantwortunglosigkeit oder gar Unwissenheit der maßgebenden Instanzen sprechen wollte. Wenn einmal in einer Zwangslage, die niemand herbeiwünscht, neben Gold und Devisen auch eidgenössische Staatstitel zur Deckung des Notenumlaufes herangezogen werden müßten, so wird es sich als schwerer Fehler erweisen, wenn man heute in der Diskussion über diese Frage allzu schnell mit dem Argument vom ‚schlechten Geld‘ zur Hand ist.“

Damit wird einmal als selbstverständlich zugegeben, daß eine ausreichende Golddeckung des Notenumlaufes für ein wie die Schweiz stark mit der Weltwirtschaft verbundenes und auf diese weitgehend angewiesenes Land nur von Vorteil sein kann, weil Gold — im Gegensatz zu

³⁹⁶ Schweizerische Bankgesellschaft, Bulletins Nr. 2, Juli 1950, S. 22/23, und Nr. 3, Oktober 1951, S. 12/13.

³⁹⁷ Küng E., Zur Revision des schweizerischen Notenbankgesetzes, NZ Nr. 498 und Nr. 504 vom 27. u. 30. Oktober 1952.

³⁹⁸ Küng H., Zur Frage der Offenmarktpolitik, 1945.

Staatstiteln — ein internationales Zahlungsmittel darstellt. Große Währungsreserven setzen die Schweiz in die Lage, „allen Befreiungstendenzen im internationalen Handels- und Zahlungsverkehr, die in ihrem größten Interesse liegen, ohne währungspolitische Behinderungen aufgeschlossen gegenüberzutreten zu können“³⁹⁹. Die Deckung eines bestimmten Prozentsatzes des Notengeldes durch Staatspapiere würde aber, wie ebenfalls von Küng hervorgehoben worden ist, noch lange keine Schwächung der währungstechnischen Position der Notenbank bedeuten; dies aus dem Grunde, weil ein gewisser Teil der Noten immer der inländischen Zirkulation dient, wobei die Art ihrer Deckung eine untergeordnete Rolle spielt. „Weit wichtiger ist eine richtige Regulierung des Geldumlaufes, die inflatorische oder deflatorische Wirkungen zu verhindern sucht.“⁴⁰⁰ Bereits damit wäre einem Mißbrauch der offen-markt-politischen Befugnisse der Notenbank durch diese selbst oder durch den Staat eine Grenze gesetzt, deren Einhaltung „bei einem pflichtbewußten Direktorium der Notenbank gewährleistet sein sollte“⁴⁰¹. Dem Argument, daß durch die vorgeschlagene Revision des Nationalbankgesetzes einer für Wirtschaft und Währung nachteiligen Verquickung von Notenbankkredit und Staatskredit eine legale Grundlage gegeben werde, muß entgegengehalten werden, daß diese in der Schweiz bereits seit der Gesetzesnovelle besteht, durch welche die Schweizerische Nationalbank zur Diskontierung prolongierbarer Schatzwechsel des Bundes ermächtigt worden ist.

Obwohl im gegenwärtigen Zeitpunkt tatsächlich keine zwingende Notwendigkeit besteht, der Schweizerischen Nationalbank die Befugnis zum Kauf und Verkauf längerfristiger öffentlicher Schuldverschreibungen unter Einbeziehung dieser Papiere in die Notendeckung von Gesetzes wegen zu erteilen, so dürfte dieser für eine derartige, sorgfältig vorbereitete Gesetzesrevision auch psychologisch gesehen richtig gewählt sein. Die Gesetzesrevision wird hinsichtlich des Vertrauens des Publikums in die Währung gegenwärtig keine oder das Mindestmaß an ungünstigen Wirkungen haben und der öffentlichen Meinung Zeit geben, sich mit solchen oder ähnlichen Gedankengängen, wie sie oben dargestellt worden sind, vertraut zu machen. Vieles spricht dafür, daß zur Zeit eine für die Währung unter Umständen sehr nachteilige Schockwirkung vermieden werden kann, wie sie möglicherweise dann eintritt, wenn eine entsprechende Gesetzesrevision — womöglich auf notrechtlichem Wege — erst dann erfolgt, wenn sie doch und sofort notwendig wird.

Die von den Bankbehörden vorgeschlagenen Modalitäten dürften den aus Erfahrung und theoretischer Überlegung abgeleiteten Erfordernissen weitgehend Rechnung tragen. Es wird sich nun noch darum handeln müssen, das Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank innerhalb der vorgesehenen Frist auch tatsächlich in diesem Sinne zu revidieren.

³⁹⁹ Referat zum Geschäftsbericht der SNB für das Jahr 1949.

⁴⁰⁰ Küng H., Zur Frage der Offenmarktpolitik, 1945; dieses Postulat unterscheidet sich offensichtlich wesentlich von demjenigen der Freigeldler, welche eine absolute Stabilhaltung des Preisniveaus fordern.

⁴⁰¹ Ebenda.

Zusammenfassung der Ergebnisse

In der Schweiz ist eine Offen-Markt-Politik in Form des Kaufes und Verkaufes öffentlicher Schuldverschreibungen durch die Notenbank bereits im Jahre 1915 und damit in einem Zeitpunkt zur Diskussion gestellt worden, in welchem dieses Mittel der Notenbankpolitik auch in andern Ländern noch so gut wie unbekannt gewesen ist. Aus verschiedenen Gründen, unter denen eine Befangenheit in den in jener Zeit vorherrschenden Anschauungen über Währung und Notenbank zu nennen ist, hat aber die Frage solcher Interventionen am Kreditmarkt zu welcher damals nur in völlig einseitiger Weise Stellung genommen worden ist, vorerst kaum Beachtung gefunden. Eine Diskussion über Möglichkeiten und Grenzen derartiger Offen-Markt-Operationen hat in der Schweiz erst nach Ausbruch der Weltwirtschaftskrise eingesetzt. Diese Diskussion, in welcher die inzwischen oder gleichzeitig in verschiedenen andern Ländern mit einer Offen-Markt-Politik gemachten Erfahrungen einen deutlichen Niederschlag gefunden haben, ist seither ununterbrochen weitergeführt worden. Eine Beschäftigung mit offen-markt-politischen Fragen hat sich angesichts verschiedener, einander ablösender Ereignisse und Erscheinungen, — Arbeitslosigkeit, Kreditkrise auf dem Kapitalmarkt, Überschwemmung des Kreditmarktes mit Mitteln, inflatorischer Druck und Überkonjunktur, — die das weitgehende Versagen der bisherigen Mittel der Notenbankpolitik zur Folge gehabt haben und die zum Teil als Ausdruck längerfristiger wirtschaftlicher Strukturwandlungen erkannt werden mußten, geradezu aufgedrängt. Trotzdem sich nach 1930 die in ihrer Richtigkeit seither mehrfach bestätigte Erkenntnis durchzusetzen begonnen hat, daß die Handhabung einer Offen-Markt-Politik in Form des Kaufes und Verkaufes öffentlicher Schuldverschreibungen auch in der Schweiz wünschbar und zweckmäßig sein kann, hat sich die Schaffung ausreichender rechtlicher und sachlicher Voraussetzungen für die Durchführung solcher Offen-Markt-Operationen verzögert. Ein entscheidender Schritt in Richtung einer Lösung der auf dieser Ebene liegenden Probleme einer Offen-Markt-Politik darf von der gegenwärtig in Gang befindlichen Revision des Bundesgesetzes über die Schweizerische Nationalbank erwartet werden. Hinter dem Umstand, daß durch diese Revision breitere Grundlagen für eine Offen-Markt-Politik geschaffen werden sollen, steht aber mehr als die Anerkennung der Tatsache, daß die Offen-Markt-Politik eine wichtige, notwendige und nicht nur vorübergehenden Bedürfnissen entsprechende Ergänzung der bisherigen Mittel der schweizerischen Notenbankpolitik darstellt:

1. Es wird neuerdings in der Schweiz auch von den zuständigen Instanzen anerkannt, daß an sich zweckmäßige Offen-Markt-Operationen in Zukunft nicht mehr aus dem Grunde unterlassen werden sollen, weil sie Kosten verursachen oder aber ihren Träger mit besonderen Risiken belasten.

2. Es wird heute zugegeben, daß das von den Gegnern einer Offen-Markt-Politik in Form des Kaufes und Verkaufes öffentlicher Schuldverschreibungen durch die Notenbank vorgebrachte Argument, die Einbeziehung öffentlicher Schuldverschreibungen in die Notendeckung bedeute Inflation und Geldentwertung und allein die Möglichkeit dazu stelle eine ständige Gefährdung der Währung dar, einseitig und in dieser Formulierung völlig unhaltbar ist.

3. Es ist erkannt worden, daß die Führung einer Offen-Markt-Politik die in der Schweiz sorgfältig gehütete Aufrechterhaltung der Unabhängigkeit der Notenbank vom Staat und Gewährleistung der Selbständigkeit der Notenbankpolitik keineswegs ausschließt, wie dies behauptet worden ist.

Hinsichtlich der Möglichkeiten und Grenzen einer Offen-Markt-Politik in der Schweiz läßt sich folgendes sagen:

1. Ein Mittel zur Überwindung bzw. Milderung einer Wirtschaftskrise oder Depression stellt die Offen-Markt-Politik nur dann dar, wenn damit deren Ursache bzw. eine ihrer Ursachen beseitigt werden kann. In Verkennung dieses Zusammenhangs oder aber in Verkennung der Ursachen der damaligen Wirtschaftskrise ist in der Schweiz zu Beginn der Dreißigerjahre von Freigeldseite eine expansive Offen-Markt-Politik mit konjunkturpolitischen Zielsetzungen in Form von Bundestitelkäufen durch die Schweizerische Nationalbank propagiert worden. Muß die Offen-Markt-Politik als Mittel zur Behebung einer nicht monetär verursachten, mit Arbeitslosigkeit verbundenen Depression notwendig versagen, so kann ihr bei der Finanzierung staatlicher Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen eine wichtige Rolle zufallen. In diesem Fall bestimmen jedoch Möglichkeiten und Grenzen der Arbeitsbeschaffungspolitik diejenigen der Offen-Markt-Politik. Letztere ist dann nicht selbsttätiges Mittel der Konjunkturpolitik.

2. Auf Grund der in der Schweiz in den Jahren während und nach dem Zweiten Weltkrieg gemachten Erfahrungen läßt sich die Offen-Markt-Politik weder als ein sehr zweckmäßiges noch als ein sehr wirksames Mittel zur Bekämpfung einer Inflation oder zur Dämpfung eines Wirtschaftsaufschwunges bezeichnen. Auch dabei muß deshalb das Schwergewicht auf Maßnahmen anderer Art gelegt werden, unter welchen hier nur die Fiskal- und Budgetpolitik der öffentlichen Körperschaften und die Krisenreservenpolitik der Privatwirtschaft genannt sein sollen. Ob die Pflichtreservenpolitik dazu gezählt werden kann, hängt, abgesehen von der noch offenen Frage ihrer Einführung in der Schweiz überhaupt, weitgehend davon ab, in welcher Form sie eingeführt wird. Wenn sie reine Geldmengenpolitik ist, besitzt eine zur Bekämpfung der

Inflation oder zur Dämpfung eines Wirtschaftsaufschwunges eingesetzte Pflichtreservenpolitik ähnliche Schwächen und Grenzen wie die Offen-Markt-Politik.

3. Die Offen-Markt-Politik in Form des Kaufes und Verkaufes öffentlicher Schuldverschreibungen dürfte dagegen in der Lage sein, neben und in Ergänzung anderer notenbankpolitischer Mittel die Aufgabe eines Ausgleichsfaktors auf dem Kreditmarkt im Rahmen der in der Schweiz angestrebten, möglichst großen Stabilität der Lage des Geld- und Kapitalmarktes und der Zinssätze zu erfüllen. Sie scheint als solcher — im besonderen als ein Mittel zur Kurspflege der eidgenössischen Anleihen — geeignet, Unsicherheit und Spekulation, wie sie durch ständig und stark schwankende Zinssätze hervorgerufen werden, auszuschalten. Mit diesen beschränkten, aber ihr adaequaten Zielsetzungen eingesetzt, vermag die Offen-Markt-Politik einen Beitrag zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung des Landes zu leisten, der in seiner Bedeutung nicht unterschätzt werden darf.

Lebenslauf

Am 6. April 1925 wurde ich, *Jost-Dietrich Krick*, als Sohn des deutschen Staatsangehörigen und Kaufmanns Herbert Krick und der Henriette geb. Forcart in Basel geboren.

Ich besuchte die Primarschule und das kantonale Realgymnasium in Basel. Das letzte Schuljahr verbrachte ich auf dem Institut Rosenberg in St. Gallen. Im Frühjahr 1944 bestand ich die Schulfremdenreifeprüfung am Zeppelin-Gymnasium in Konstanz.

Nach meiner Rückkehr aus Kriegsgefangenschaft immatrikulierte ich mich zum Studium der Wirtschaftswissenschaften im Wintersemester 1947/48 an der Philosophisch-Historischen Fakultät der Universität Basel, wo ich die Vorlesungen und Übungen folgender Herren Professoren besuchte: von Dietze, Furlan, Germann, Ruck, Salin, Simonius, Staehelin (Max), Wackernagel und Wagner.

